

Київський національний університет імені Тараса Шевченка

**Економічний факультет
Кафедра економічної кібернетики**

КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА БАКАЛАВРА

«Оцінка ефективності трансмісійного механізму України під час війни»

студента 4 курсу
спеціальності 051 «Економіка»
ОПП «Економічна кібернетика»
денної форми навчання
Шинкарука Ігоря Олександровича

Науковий керівник:
д.е.н., професор
Баженова Олена Володимирівна

Засвідчую, що в цій роботі немає
запозичень із праць інших авторів
без відповідних посилань

Студент _____
(підпис)

Роботу допущено до захисту перед ЕК
рішенням кафедри економічної кібернетики
від 05.06.2024 р., протокол № 15

Завідувач кафедри:
доктор економічних наук, професор
Ляшенко Олена Ігорівна

(підпис)

КИЇВ – 2024

РЕФЕРАТ

Кваліфікаційна робота бакалавра містить: 81 ст., 9 рис., 7 табл., 7 рівн., 56 джерел, додатки.

Ключові слова: Монетарна політика, Інфляційне таргетування, Монетарний трансмісійний механізм, імпульсні функції, війна, Центральний банк.

Об'єкт дослідження: монетарний трансмісійний механізм України під час війни

Мета дослідження: визначення ефективності трансмісійного механізму України під час воєнного стану

Методи дослідження: метод теоретичного узагальнення, історико-логічний метод, порівняльний аналіз, економіко-статистичний метод, економіко-математичний метод.

Наукова новизна, теоретична значимість дослідження: Вперше на основі розробленої економіко-математичної моделі імпульсних функцій було оцінено канали трансмісійного механізму України; було систематизовано економічні погляди на монетарну політику Національного банку України, її цілі, види, типи режимів та класифікація каналів монетарного трансмісійного механізму.

Практична цінність: було запропоновано методи покращення трансмісії трансмісійних каналів монетарної політики у військовий час.

RESUME

Taras Shevchenko National University of Kyiv,

Faculty of Economics, Department of Economic Cybernetics

Key words: Monetary policy, Ukraine, Inflation targeting, monetary transmission mechanism, war, Central bank.

The graduation research of student Shynkaruk Ihor Oleksandrovych deals with evaluation of the effectiveness of the monetary transmission mechanism of Ukraine during the war.

The work is interesting for professors, postgraduate and undergraduate students, professionals.

Pages 81, tables 7, equations 7, bibliog.56, append.

Зміст

ВСТУП.....	2
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ	5
1.1. Теоретичні підходи до розкриття економічної сутності та цілей монетарної політики	5
1.2. Режими монетарної політики.....	9
1.3. Класифікація інструментів монетарної політики та каналів трансмісійного механізму	11
Висновки до розділу 1.	24
РОЗДІЛ 2: АНАЛІЗ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ	26
2.1 Сучасний стан монетарної політики.....	26
2.2. Огляд макроекономічної ситуації в Україні	31
2.3. Оцінка ефективності використання інструментів грошово-кредитної політики НБУ в умовах воєнного стану.	37
Висновки до розділу 2.....	46
РОЗДІЛ 3. РЕКОМЕНДАЦІЇ ЩОДО ПОКРАЩЕННЯ КАНАЛІВ ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ	47
3.1. Проблеми української монетарної політики.....	47
3.2. Напрями підвищення ефективності монетарної політики України	54
Висновки до розділу 3.....	59
ВИСНОВКИ	61
Список використаних джерел:	65
ДОДАТКИ	71

ВСТУП

Актуальність теми дослідження зумовлена потребою держави у стабілізації макроекономічної ситуації та впливу на негативні наслідки війни. Військовий стан є надзвичайною ситуацією, яка впливає на всі аспекти суспільного життя: соціальні, культурні, а також економічні та фінансові системи. У таких умовах Національний банк України має величезну відповідальність перед суспільством у підтримці цінової стабільності, росту економіки та забезпеченню платоспроможності населення. Головна політика в цьому плані є монетарною.

Монетарна політика є важливим елементом національної безпеки країни, адже її результати мають різний вплив на різні верстви населення. На додачу, центральні банки, окрім підтримання цінової стабільності, також орієнтуються на показники зайнятості населення та економічного зростання як важливих показників направленості економіки.

Таким чином, проведення теоретичного та практичного аналізу монетарної політики під час війни є надзвичайно важливим, оскільки це необхідно для упередження серйозних наслідків використання інструментарію монетарної політики у надзвичайних умовах, які складаються під час воєнного стану.

Отже, дослідження монетарної політики Національного банку України в умовах військового стану є критичним для визначення впливу війни на економіку, монетарну політику та економічну безпеку держави, і визначенню ефективності заходів монетарної політики задля забезпечення фінансової та цінової стабільності України, а тому є актуальним.

Об'єктом дослідження є монетарний трансмісійний механізм України під час війни.

Предметом дослідження є визначення ефективності трансмісійного механізму України під час воєнного стану.

Метою дослідження є аналіз ефективності каналів трансмісійного механізму монетарної політики України під час війни.

Відповідно до мети поставлено наступні **завдання**:

- Визначити основні види та типи режимів монетарної політики;
- Класифікувати канали трансмісійного механізму монетарної політики;
- Проаналізувати сучасний стан та особливості проведення монетарної політики воєнного часу;
- Оцінити ефективність використання каналів трансмісійного механізму монетарної політики під час воєнного стану;
- Дослідити військові ризики та проблеми української монетарної політики задля покращення макроекономічного стану держави;
- Сформулювати рекомендації щодо напрямів підвищення ефективності використання каналів трансмісійного механізму України.

Методи дослідження. Дослідження проводилося із використанням загальнонаукових та спеціальних методів пізнання. Історико-логічний метод було застосовано для аналізу формування монетарної політики в Україні. Метод теоретичного узагальнення було використано для визначень цілей монетарної політики та її економічної сутності. Порівняльний аналіз було застосовано для знаходження спільних рис та відмінностей серед інструментів монетарної політики. Для діагностики сучасного стану та особливостей трансмісійного механізму України було застосовано економіко-статистичний метод. Економіко-математичний метод було використано для побудови моделі оцінки ефективності каналів трансмісійного механізму України під час війни.

Інформаційну базу дослідження становили статистичні та аналітичні матеріали Національного банку України, Міністерства фінансів України, Державної служби статистики України, наукові статті, монографії іноземних та вітчизняних науковців. Зокрема: Адамик Б.П., Коші Матай, Богдан Т.П., Журавка Ф.О., Міщенко В.І., Базилевич В.Д., Базилевич К.С., Глущенко С.В., Тьеррі Варін, Толстова А.В., М. Фрідмен, Джон Тейлор, Є.В. Алімпієв, Аржевітін С.М. та інших, а також нормативно-правова база України.

Наукова новизна. Вперше на основі розробленої економіко-математичної моделі імпульсних функцій було оцінено канали трансмісійного механізму України, та їх вплив на макроекономічне становище України під час війни. На основі розробленої моделі оцінок було запропоновано методи покращення трансмісії трансмісійних каналів монетарної політики у військовий час.

Також було далі систематизовано економічні погляди на монетарну політику Національного банку України, її цілі, види, типи режимів та класифікація каналів монетарного трансмісійного механізму.

Структура роботи. Робота складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків.

У першому розділі на основі методу теоретичного узагальнення було поглиблено визначення економічного змісту визначення «монетарної політики», розкрито її цілі, види, типи режимів та класифікація інструментів та каналів трансмісійного механізму, якими користується Національний банк України.

У другому розділі було проаналізовано сучасний макроекономічний стан України, оцінено ключові особливості та ефективність каналів та субканалів трансмісійного механізму монетарної політики України у військовий час.

У третьому розділі було виявлено ризики та проблеми сучасної монетарної політики, сформовано практичні рекомендації щодо напрямів удосконалення використання каналів трансмісії Національним банком України під час війни.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

1.1. Теоретичні підходи до розкриття економічної сутності та цілей монетарної політики

У сучасному економічному середовищі, монетарна політика є одною з ключових складових державної політики. Головне завдання монетарної політики є контроль за пропозицією грошей на ринку грошей. Цілі монетарної політики є такі, як підтримання цінової стабільності, досягнення мінімального рівня безробіття, стабільність валютного курсу, тощо. Хоча цілі є однакові, метод досягнення їх є різним в залежності від різних центральних банків.

Але перед тим, як описати які методи використовуються для їх досягання, спочатку треба визначити поняття «монетарної політики», так як серед у науковому середовищі немає однакової думки щодо цього поняття.

Згідно з думкою Коші Матая з МВФ, у статті «Що таке монетарна політика», він дає визначення монетарної політики як «це зводиться до корекції пропозиції грошей задля досягнення певної комбінації інфляції та стабілізації випуску»[26]. З іншого боку, Клаус Шмідт-Хеббел з центрального банку Чілі дає наступне визначення: «Монетарна політика включає в себе правила та дії центрального банку для досягнення своїх цілей. В більшості країн головне завдання є цінова стабільність, але ще на них покладено підтримання повної зайнятості, внутрішньої фінансової стабільності, і операції зовнішніх фінансових транзакцій». [27].

Українські науковці також не можуть дійти згоди щодо єдиної дефініції грошово-кредитної політики. Одні вчені приділяють увагу інструментарію центрального банку, коли інші – розглядають методи досягнення цілей, не звертаючи достатньої уваги на суб'єкт даної політики.

У наступній таблиці наведені підходи іноземних та вітчизняних вчених щодо визначення «монетарної політики».

Таблиця 1.1. Теоретико-методологічні підходи до визначення сутності поняття "Монетарна політика"

Автори	Визначення монетарної політики
Стельмах В.С.,	“Монетарна політика – це комплекс взаємопов’язаних, спрямованих на досягнення певних цілей заходів щодо регулювання грошового ринку, що їх проводить держава через свій центральний банк.”
Базилевич В.Д. Базилевич К.С. Баластрик Л.О.	“Грошово-кредитна політика – це сукупність форм і засобів державного впливу на пропозицію грошей з метою забезпечення рівноваги між пропозицією грошей і попитом на них.”
Klaus Schmidt-Hebbel	“Монетарна політика складається із правил та дій адаптованих центральним банком для отримання своїх цілей.”
Коші Матай	“Корекція пропозиції грошей в економіці для отримання певної комбінації інфляції та стабілізації випуску.”
Глущенко С.В.	“Монетарна (грошово-кредитна) політика - це комплекс заходів, які здійснює держава в особі центрального банку у сфері грошового та фінансово-кредитного секторів, спрямованих на досягнення визначених стратегічних цілей економічного розвитку країни.”
Тищенко В.В.	“Монетарна політика є невід’ємною складовою частиною економічної політики Національного банку України, що забезпечує підґрунтя для цінової стабільності та формування умов для забезпечення економічного зростання і високого рівня

	зайнятості в державі.”
Козюк В.В.	““Вузька” монетарна політика – це спрямування монетарних заходів центрального банку на підтримання зовнішньої та внутрішньої стабільності національної валюти. “Широка” монетарна політика – застосування інструментів центрального банку з метою впливу на сукупну грошову масу.”
Thierry Warin	“Монетарна політика – процес нагляду за пропозицією грошей країни для отримання специфічних цілей, таких як контролювання інфляції, або отримання повної зайнятості.”
Центральний банк Нігерії	“Монетарна політика відноситься до спеціальних дій, зробленими центральним банком щоб регулювати ціну, пропозицію та кошт грошей в економіці задля отримання макроекономічних цілей держави.”
Reserve Bank of Australia	“Монетарна політика включає в себе вплив на облікові ставки задля зміни сукупного попиту, зайнятості та інфляції в економіці.”
Stephen D. Williamson	“В оптимумі, монетарна політика спрямована на корекцію дизбалансів у пошуковому секторі економіки, із корекцією для постійних ефектів минулих дій монетарної політики.”
Alisdair McKay, Christian K. Wolf	“Монетарна політика впливає на доходи, рівень зайнятості, ціни активів та ключові ставки.”

Джерело: складено автором на основі [39],[48],[5],[36],[28],[46],[49],[27],[55]

Проведення монетарної політики здійснюється згідно законодавства.

Грошова політика має тактичні, проміжні та стратегічні цілі. Стратегічні цілі монетарної політики є складовими державної політики. У малій ринковій відкритій економіці, якою є Україна, головними стратегічними цілями є

стабільність цін, відсоткових ставок, обмінного курсу. Проміжні цілі грошово-кредитної політики перебувають під мандатом центрального банку, зазвичай як проміжні цілі використовуються змінні, що найбільше впливають на стратегічні цілі, такі як грошова маса та грошовий агрегат. І в останнє, змінні що використовуються в тактичних змінних, застосовуються для досягнення тактичних цілей. [54]

Таблиця 1.2. Тактичні, Проміжні та Стратегічні цілі монетарної політики

Тактичні цілі	Проміжні цілі	Стратегічні цілі
Темп росту грошової бази	Темп приросту грошової маси	Економічне зростання
Кредити комерційним банкам	Процентні ставки комерційним банкам	Стабільність цін
Рівень процентів на міжбанківському ринку	Рівень процентів за державними облігаціями	Стабільність фінансових ринків

Джерело: Складено автором за [54],[49]

Тому визначимо ефективність дій центрального банку як досягання стратегічних цілей.

Національний банк України визначає свої три пріоритетні цілі як підтримку цінової стабільності, сприяння фінансової стабільності, збереження сталого темпу росту ВВП.

Отже при розгляді різних теоретико-методологічних підходів щодо дефініції монетарної політики, можна виділити наступні властивості:

- Монетарна політика здійснюється її суб'єктом – центральним банком на основі законодавчої бази;
- об'єктом монетарної політики виступає пропозиція грошей, але при цьому він може бути множинним, включаючи в себе швидкість обігу грошей, ставку процента і т.д.;
- Монетарна політика має чіткі стратегічні цілі, що визначаються політикою держави. Це може бути досягнення певного рівня монетизації економіки,

підтримка цінової стабільності, забезпечення повної зайнятості, тощо. Для досягнення цих стратегічних цілей центральний банк проводить вплив на проміжні змінні через тактичні змінні задля корегування стратегічних цілей у потрібну сторону.

- монетарна політика потребує інструментів, які за законодавством України може використовувати ЦБ.

1.2. Режими монетарної політики

Центральний банк Чехії виділяє наступні чотири режими монетарної політики, в залежності від стратегічних цілей, що обирає Центральний Банк[24]:

- Монетарне таргетування
 - Валютне таргетування
 - Інфляційне таргетування
 - Змішана політика
1. Монетарне таргетування базується на науковій течії що називається Монетаризм. Воно було визначено Мілтоном Фрідманом в 1971 році[34]. Монетаризм стверджує, що у короткостроковій перспективі збільшення грошової маси впливає на ВВП та зайнятість, але у довгостроковій перспективі це тільки підвищить рівень цін. Також воно розглядало швидкість обігу грошей як стабільну, що під собою мало результатом функції номінального доходу як функції грошової пропозиції. Звідси виходить так зване правило к відсотків – грошова маса має зростати на фіксований процент кожен рік щоб ефективно відповідати на циклічність економіки[31]. При цьому збільшення цього відсотку призведе до інфляції. Цей підхід є ефективним, якщо центральний банк може контролювати пропозицію грошей та зростання грошової маси корелює з інфляцією в часі. Але монетарне таргетування не набуло популярності через нестабільність попиту на гроші, і його часту зміну у відповідь на інновації на фінансових ринках. [25]
 2. Валютне таргетування використовувалось дуже давно. Можна розглядати

золотий стандарт як модифікацію валютного таргетування, де ціна валюти країни прив'язувалася до ціни золота. На сьогоднішній день, замість золота прив'язка відбувається до валюти країни з розвинутою економікою та низькою інфляцією. Воно має свої переваги, такі як:

- Номінальний якір цільового обмінного курсу фіксує рівень інфляції для товарів, що продаються на міжнародному ринку, тобто сприяє утриманню інфляції під контролем.
- За умови що цільовий курс є надійним, інфляційні очікування формуються для рівня інфляції в країні, до якої прив'язується.
- Перевага в простоті та ясності для суспільства
- При сильному механізмі прив'язки, таргетування валютного курсу надає правило проведення монетарної політики для рішення проблеми часової неузгодженості.

Але воно має серйозні проблеми. По-перше, з відкритим ринком капіталу, країна не може проводити незалежну монетарну політику. Більше того, шоки попиту/пропозиції країни-якоря прямо передаються країні-тягарю. На додачу, воно приховує сигнали ринку валюти щодо монетарної політики. Більшість країн, які застосовують валютне таргетування, застосовують занадто експансіоністську політику тривалий час, доки не пройшла вдала спекулятивна атака на валюту. Для країн, що розвиваються, з малими відкритими економіками, втрата незалежності монетарної політики не є такою проблемою, як ризик спекулятивних атак на валюту.[37]

3. При режимі інфляційного таргетування, номінальний якір визначається через встановлення таргету інфляції. Центральний банк оголошує бажаний рівень інфляції і зобов'язується здійснювати монетарну політику з метою досягнення інфляційного таргету за допомогою доступного монетарного інструментарію, таких як облікова ставка. При цьому Центральний Банк прогнозує майбутні темпи інфляції та порівнює їх із цільовим рівнем, різниця двох вказує на потребу зміни монетарної політики. Україні цільові

показники визначаються цільовим рівнем та верхньою межею інфляції[17],[29].

4. Змішана монетарна політика – значить використання різних інструментів, як адміністративних, так і ринкових, залежно від ситуації в країні.

Монетарна політика має два основних типи – експансіоніська та рестриктивна: Ще їх називають політикою «дешевих» та «дорогих» грошей, так як експансіоніська політика має на меті спрощення доступу суб'єктів ринку до кредитних ресурсів, тим самим стимулювання інвестицій та зайнятості. Рестриктивна політика, у свою чергу, спрямована на скорочення грошової маси в країні. Один із інструментів рестриктивної політики є плаваючий валютний курс.

Монетарна політика може мати тотальний або селективний характер. Тотальний характер монетарної політики має вплив на всі банки другого рівня, окрім НБУ. Селективний характер охоплює окремі банки, інститути, їх відділення або певні банківські операції.

1.3. Класифікація інструментів монетарної політики та каналів трансмісійного механізму

Механізм грошової політики дозволяє впливати на різні сфери економіки, в тому числі і реальний сектор. Цей вплив здійснюється за допомогою інструментів монетарної політики, що має у своєму розпорядженні центральний банк для досягнення поставлених проміжних цілей. Також цей вплив розподіляється по інших каналах, так званих «трансмісійних каналах». Їх дослідження допомагає врахувати, наскільки ефективні міри, прийняті центральним банком, транслюються в економіку, та можливість їх корегування.

На думку С.В. Глущенко[49], інструменти монетарної політики – це регулятивні заходи, які регулятор застосовує для досягнення монетарної стратегії – системи заходів, що передбачає декларування стратегічних(кінцевих) цілей, реалізацію механізмів прогнозування, створення операційного

середовища, обрання індикаторів, розроблення комунікаційної стратегії щодо операторів ринкового середовища тощо.

Центральний банк має завдання в регуляції грошових потоків, маси через використання свого інструментарію. У країнах з ринковою економікою, центральні банки мають доступ до інструментів як ринкових, так і адміністративних. Ринкові інструменти впливають на монетарну сферу за допомогою формування певних умов на грошовому ринку та ринку капіталів. Адміністративні інструменти спрямовані на обмеження діяльності фінансових установ через директиви або інструкції регулятора монетарної політики.

Систематизуємо переваги та недоліки використання основних інструментів монетарної політики та методів їх регулювання:

Таблиця 1.3. Переваги та недоліки використання основних інструментів монетарної політики

Переваги	Недоліки
<p>Операції на відкритому ринку</p> <p>Мета застосування: найбільший суттєвий вплив на зміну грошової маси та пропозиції грошей</p>	
<ol style="list-style-type: none"> 1. Центральний банк має повний контроль за операціями; 2. Гнучкі і точні, можна застосовувати різні обсяги операцій; 3. Можна замінити дію на протилежну (купівля/продаж – продаж/купівля) без наслідків. 	-
<p>Норми обов'язкових резервів</p> <p>Мета – антиінфляційна боротьба, профіцит ліквідності у банків, обмеження темпів зростання грошової маси, регулювання попиту на банківські ресурси.</p> <p>Впливають на грошовий мультиплікатор.</p>	

<ol style="list-style-type: none"> 1. Впливають на всі банки однаково 2. Значний вплив на пропозицію грошей 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Можливість виникнення проблем ліквідності 2. Асиметрія між змінами в резервах та грошової пропозиції
<p>Рефінансування банків</p> <p>Мета: вплив на пропозицію грошей через вплив на обсяг кредитів та грошової маси.</p>	
<p>Можливість погашення фінансової паніки</p>	<p>Можливість проведення більш ризикової політики комерційним банком з огляду на можливість допомоги</p>
<p>Депозитні операції центрального банку</p> <p>Мета: вплив на пропозицію грошей шляхом розміщення депозитних сертифікатів</p>	
<p>Абсорбування надлишкової ліквідності та нейтралізація тиску тимчасово-вільних коштів банків на валютний ринок</p>	<p>Зменшує у банків стимул до проведення кредитних операцій банками.</p>
<p>Процентна політика</p> <p>Мета застосування: вплив на пропозицію грошей через вплив на обсяг кредитів та грошової маси</p> <p>Пасивне платіжне підвищення облікової ставки може стимулювати приплив капіталів з країн з більш низькою процентною ставкою і стримувати відплив національних капіталів. Знижуючи офіційну ставку, центральний банк розраховує на відплив національних та іноземних капіталів у цілях зменшення активного сальдо платіжного балансу і зниження курсу своєї валюти.</p>	
<p>Сигналізує про наміри ЦБ щодо майбутньої монетарної політики</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Центральний банк може впливати на зміну ставки, проте не може змусити банки здійснювати операції за такими ставками 2. Якщо дисконтна ставка нижча за ринкові, то банки, що отримали кредити від ЦБ, можуть їх використовувати для надання кредитів або купівлі цінних паперів за вищими процентними ставками 3. За умов нижчих процентних ставок ніж

	ринкових, обсяг кредитів рефінансування значно зростає
<p>Валютні інтервенції</p> <p>Мета: вплив на курс національної валюти щодо іноземних валют. Є доцільним за невеликих коливань курсу національної валюти та неврівноваженості платіжного балансу.</p>	
<p>1. Значний вплив на курс національної валюти</p>	<p>1. Обсяг операцій обмежується розмірами офіційних валютних резервів, тому продаж валюти має чергуватися із купівлею валюти. Країни з хронічним дефіцитом замість валютних інтервенцій вдаються до валютних обмежень.</p> <p>2. Можливість виникнення валютних криз.</p>
<p>Управління золотовалютними резервами</p> <p>Мета: покриття дефіциту платіжного балансу країни, вплив на обмінний курс національної валюти, вплив на динаміку обсягів грошової маси.</p>	
<p>Залежно від розміру золотовалютних резервів можуть проявлятися як переваги, так і недоліки. За умов достатності золотовалютних резервів спостерігається:</p> <ul style="list-style-type: none"> – забезпечення впевненості в учасників ринку щодо здатності виконання державою своїх зовнішніх зобов'язань; – наявні ліквідні кошти в іноземній валюті можуть бути використані для нейтралізації шоків під час кризових явищ, що забезпечує обмеження впливу факторів зовнішньої вразливості; – підтримання довіри до монетарної політики в частині управління обмінним курсом та грошовими агрегатами; – забезпеченість національної валюти зовнішніми активами; – наявність резерву на випадок надзвичайних подій 	
<p>Адміністративні методи валютного регулювання(валютні обмеження)</p> <p>Мета: неможливість застосування ринкових методів регулювання</p>	
<p>1. Мобілізація додаткових валютних ресурсів в інтересах держави</p> <p>2. Захист національної економіки від впливу капіталу, а також від експансії іноземного спекулятивного капіталу</p>	<p>Негативний вплив на міжнародні валютно-фінансові відносини</p>

Джерело: Узагальнено автором на основі:[52],[45],[38]

Класифікація інструментів монетарної політики відрізняється в кожній країні та залежить від поставлених проміжних та стратегічних цілей центрального банку. Їх можна групувати за різними характеристиками, такими як кількісні/якісні, короткострокові та довгострокові і т.д.

Майже всі інструменти монетарної політики мають загальний або опосередкований вплив на реальний сектор, причому результат їх використання важко оцінити через присутність лагу.

Більш детальна класифікація інструментів грошово-кредитної політики з прикладами, систематизована на основі теоретичних даних дослідників:

Таблиця 1.4.: Класифікація інструментарію монетарної політики

Ознака	Вид інструменту	Приклади
Об'єкт впливу	Жорсткі (обсяг грошової маси)	Нормативи обов'язкового резервування, фіксований валютний курс, валютні обмеження, пряме регулювання процентних ставок, обмеження окремих видів діяльності банків
	Гнучкі (умови учасників, ціна ресурсів)	Облікова ставка, ставки за кредитами рефінансування (овернайт, репо), операції на відкритому ринку, операції своп, розміщення/погашення депозитних сертифікатів
Спрямованість регулятивного впливу	Загальні	Норми обов'язкового резервування, облікова ставка
	Селективні	Селективна політика адресного рефінансування банків; встановлення кредитних і депозитних стель; обмеження по маржі за активними операціями; обмеження за обсягами і умовами здійснення банками окремих операцій

Форма впливу	Емісійні	Емісія депозитних сертифікатів ЦБ, операції на відкритому ринку РЕПО, рефінансування, норми обов'язкового резервування
	Неемісійні	Економічні нормативи для банків, кредитні стелі, обмеження по маржі за активними операціями; обмеження за обсягами і умовами здійснення банками окремих операцій, процентна політика
Характер впливу	Прямі (адміністративні)	Встановлення «кредитних стель» для комерційних банків, мораторій на зняття депозитів, портфельні обмеження
	Опосередковані (ринкові)	Облікова ставка, норми обов'язкового резервування, операції на відкритому ринку, рефінансування, валютні свопи
Частота застосування	Постійної дії	Кредитні лінії рефінансування, депозитні сертифікати овернайт, нормативи обов'язкового резервування, операції на відкритому ринку
	Оперативного впливу	Нестандартні антикризові заходи (тимчасові інструменти кількісного і кредитного пом'якшення та збільшення ліквідності) – стабілізаційні кредити, додаткові вимоги до капіталу, ліквідності, тощо
	Короткострокові	Кредити овернайт, депозитні сертифікати тривалістю до 14 днів
	Середньострокові	Операції репо, операції на відкритому ринку, валютні інтервенції та аукціони, обмеження окремих видів

Тривалість впливу		діяльності банків (до 1 року)
	Довгострокові	Облікова ставка, нормативи обов'язкового резервування, економічні нормативи для банків, фіксований валютний курс, довгострокове рефінансування (понад рік)

Джерело: Узагальнено на основі: [2],[50],[40],[48]

Згідно статі 25 Закону України “Про Національний банк України”[45] регламентовано такі інструменти грошово-кредитної політики Центрального банку:

- визначення та регулювання норм обов'язкових резервів для банків;
- процентна політика;
- рефінансування банків;
- валютні інтервенції (купівля-продаж валютних цінностей на валютних ринках);
- операції з цінними паперами (крім цінних паперів, що підтверджують корпоративні права), у тому числі з казначейськими зобов'язаннями, на відкритому ринку;
- регулювання імпорту та експорту капіталу;
- запровадження на строк до шести місяців вимоги щодо обов'язкового продажу частини надходжень в іноземній валюті;
- зміна строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів;
- емісія власних боргових зобов'язань та операції з ними;
- операції з деривативними фінансовими інструментами.

Перший інструмент – один із найдавніших інструментів монетарної політики, норма обов'язкових резервів банків. Суть полягає в тому, що банк

зобов'язаний зарезервувати певну частину коштів згідно норми резерву. При цьому діє механізм усереднення, тобто банк може резервувати у наступні дні, якщо за один день він не може з цим впоратися. Тобто, банки можуть керувати своєю ліквідністю[14]. Таким чином згладжуються кон'юктурні коливання банківської системи.

Облікова ставка, ключова ставка проценту – вартість за якою ЦБ випускає гроші в обіг шляхом первинної безготівкової емісії. Це робить облікову ставку офіційною ціною грошей, якою керуються суб'єкти грошового ринку, що ставить її в позицію основного важеля реалізації процентної політики.

Рефінансування комерційних банків ґрунтується на функції НБУ як кредитора останньої інстанції. При тимчасовому дефіциті первинних резервів банк звертається до НБУ для отримання кредиту, зазвичай – на короткостроковий період, отримуючи їх як облікові кредити(облік комерційних векселів) або ломбардних кредитів(застава цінних паперів).

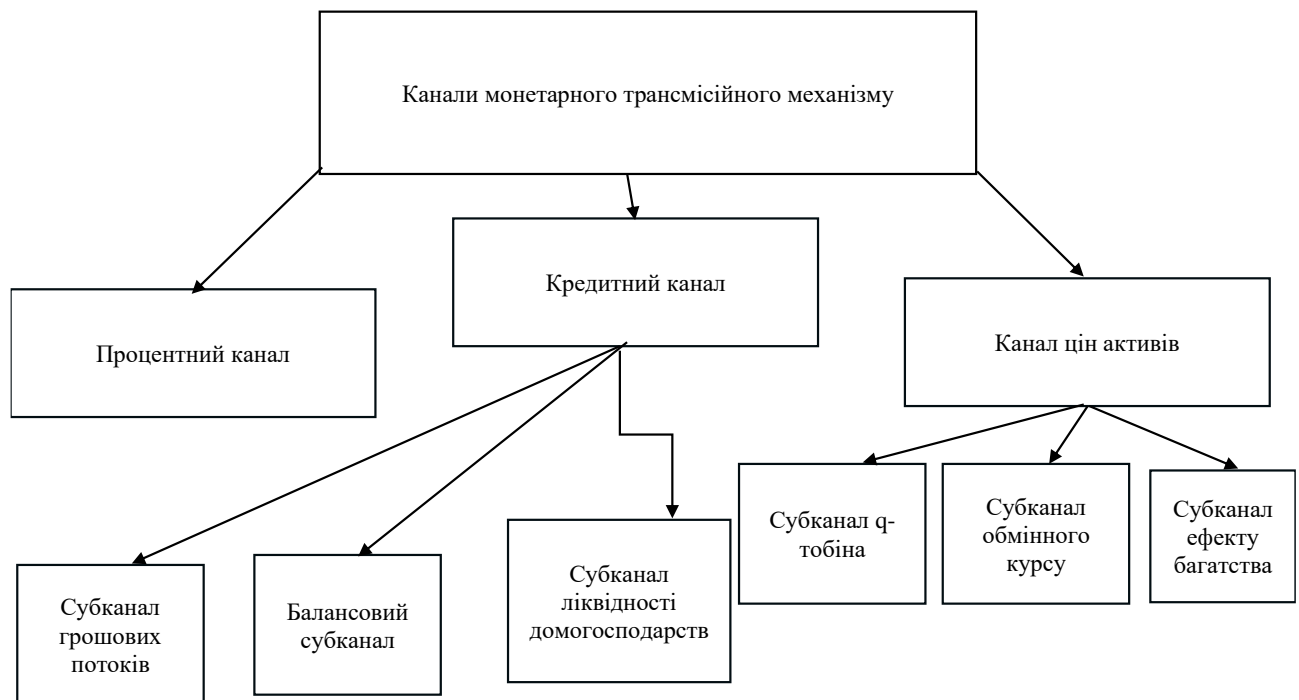
Валютні інтервенції – втручання центральним банком на ринок валют шляхом купівля/продаж або продаж/купівля. Регулюється статтями 28 та 46 Закону України “Про Національний банк України” та деталізованою «Стратегією валютних інтервенцій Національного банку України», в якій прописані особливості та умови проведення[45].

Національний банк України також випускає депозитні сертифікати з терміном до 90 днів як власні боргові зобов'язання. Депозитний сертифікат НБУ є бездокументарним борговим цінним папером, який реєструє розміщення коштів банків в Національному банку та їх право на повернення, а також на отримання відсотків після закінчення визначеного терміну. Такі операції проводяться з метою зниження надлишкової ліквідності в банківському секторі. У разі потреби Національний банк може провести позачергові тендери з розміщення депозитних сертифікатів та прийняти рішення про дострокове погашення, про що повідомляє комерційні банки.

Всі ці інструменти передають свої ефекти через трансмісійний механізм, що складається із так званих каналів трансмісії. Монетарні інструменти створюють імпульс, і в залежності від ефективності функціонування каналів трансмісії, вони мають ефект на реальний сектор економіки. Причому канал трансмісії може мати декілька субканалів – окремих економічних механізмів, завдяки яким функціонує канал в цілому.

Будемо використовувати монетарний трансмісійний канал за роботою С.М. Дробишевського.

Рисунок 1.1. Монетарний Трансмісійний Механізм в Україні



Джерело: [Error! Reference source not found.]

Розглянемо ці канали окремо.

Канал процентних ставок є традиційним трансмісійним канал Кейнсіанської школи. Цей погляд можна проілюструвати як:

$$M \uparrow \rightarrow r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow AD \uparrow$$

Джерело: [35]

Згідно роботі Джона Кейнса, коли грошова пропозиція росте, реальна процентна ставка знижується, що стимулює інвестування для бізнесів та

домогосподарств. Це призводить до росту в агрегованому попиті, що є індикатором економічного росту. Мішкін(2004), в свою чергу, зазначав що монетаристи критикують традиційну інтерпретацію функціонування через невизначеність. Вони аргументують, що тільки короткострокова номінальна ставка проценту визначає орієнтир монетарної політики. Так як інструменти монетарної політики впливають на ринкові ціни деяких типів фінансових активів, центральний банк має приймати до уваги процентну ставку фінансових активів щоб регулювати напрямок монетарної політики разом з короткостроковою номінальною ставкою проценту. На додачу, вони заявляють що тут є лаг між змінами в грошовій масі та рівнем цін[6].

Згідно Бернанке та Гертлера[30], кредитний канал має розглядатися як трансмісійний канал, що закріплює традиційний канал трансмісії. В західній літературі, кредитний канал розглядається з двох боків. Перший підхід розглядає кредитний канал через субканал грошових потоків, або кредитний канал трансмісії «суворо кажучи». Цей погляд присутній, наприклад, в Бернанке та Бліндер[7] – стверджується, що ефекти монетарної політики присутні не тільки в зміні процентної ставки для операцій на відкритому ринку, а і в незалежному від цього результаті зміни пропозиції в банківських кредитах. Другий підхід розглядає кредитний канал через балансовий субканал, або «кредитний канал в широкому сенсі», де акцент робиться на додаткові ефекти монетарної політики на чистий відсотковий дохід та чисту вартість економічних агентів.

Субканал грошових потоків займає спеціальне місце, так як він виходить з банків, що можуть ефективно справлятися із спеціальним типом дебіторів, особливо малими фірмами – де проблема інформаційної асиметрії стоїть особливо гостро. Великі фірми в даному контексті не розглядаються, так як вони мають прямий доступ до ринку кредитів через ринок акцій, що не потребує інтермедіації банків. Тому, рестрикційна монетарна політика що знижує банківські резерви та депозити банків буде мати вплив на цих дебіторів. Схематично, це можна зобразити як:

$$M \downarrow \rightarrow Dep \downarrow \rightarrow Loans \downarrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

Балансовий субканал оперує через чисту вартість фірм. Чим менша чиста вартість фірм, тим менше вони мають застави під свої кредити, тим гостріше стоїть проблема негативного відбору. Це призводить до зниження кредитування інвестицій. Також інвестування знижується через те, що при зниженні чистої вартості фірм власникам фірми буде більш привабливо робити більш ризиковані інвестиції. Це в свою чергу робить їх менш привабливими для кредиторів, що в свою чергу зменшує кредитування та інвестиції.

Схематично, це можна зобразити як:

$$M \downarrow \rightarrow P_e \downarrow \rightarrow adverse\ selection \uparrow \& \text{moral hazard} \uparrow \rightarrow lending \downarrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

Ще це можна проілюструвати через монетаристський погляд, де рестрикційна монетарна політика що підвищує процентну ставку призводить до зниження грошових потоків:

$$M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow cash\ flow \downarrow \rightarrow adverse\ selection \uparrow \& \text{moral hazard} \uparrow \rightarrow lending \downarrow \\ \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

Ще один із субканалів кредитного каналу є субканал ліквідності домогосподарств. Мішкін[8] знайшов, що цей канал оперує через витрати економічних агентів на товари тривалого користування та житло, що було важливим фактором під час Великої Депресії. Згідно цього погляду, ефекти балансового субканалу транслуються на бажання споживача витратити більше, ніж на бажання кредитора кредитувати. Тобто якщо економічний агент очікує більшу вірогідність знайти себе в негативному фінансовому положенні, він забажає тримати менше ілліквідних активів, таких як товари тривалого користування, і більше ліквідних фінансових активів. Ідея полягає в тому, що якщо споживачам треба буде продати своє житло та інші ілліквідні активи, вони будуть очікувати великі втрати через неможливість отримання повної вартості від активу під час панічної продажі.

Тому це можна зобразити як:

$$M \downarrow \rightarrow P_e \downarrow \rightarrow \text{financial assets} \downarrow \rightarrow \text{likelihood of financial distress} \uparrow \\ \rightarrow \text{consumer durable and housing expenditure} \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

Канал цін активів реально стоїть найбільше як узагальнення роботи трьох окремих каналів, теорія q Тобіна, ефект багатства та валютний субканал.

Тобін[1] запропонував механізм, через який монетарна політика має ефект на економіку через її ефект на вартість акцій. Нехай q – це результат ділення ринкової вартості фірм на вартість заміни капіталу. Якщо q велике, ринкова вартість фірм більша у порівнянні з вартістю заміни капіталу, і вартість капіталу на нове обладнання є дешевшим у порівнянні з ринковою оцінкою фірм. Тоді компанії можуть видати нові акції і отримати ціну вищу за ціну нового обладнання яке вони купують. Тому інвестиції зростатимуть, так як фірми зможуть купити багато нового обладнання за відносно невеликий випуск акцій.

Як монетарна політика може вплинути на ціни акцій? З точки зору монетаристів, коли пропозиція грошей знижується, економічні агенти мають менше грошей ніж їм би хотілося, тому вони зменшують своє споживання. Одне з місць, де вони зможуть зменшити свої витрати є ринок акцій, що призводить до зменшення попиту на акції та зменшення їх цін. З точки зору кейнсіанців, так як вони бачать ріст процентної ставки прямо виходячим з рестрикційної монетарної політики, що робить державні облігації більш привабливими до акцій, що призводить до зниженню цін акцій. Тому менша ціна акцій призведе до меншого q , що в свою чергу призведе до зниження інвестування. Тобто маємо наступний трансмісійний механізм:

$$M \downarrow \rightarrow P_e \downarrow \rightarrow q \downarrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow.$$

Монетарна трансмісія через валютний субканал відбувається, коли зміни в монетарній політиці призводять до зміни у валютному курсу. Це впливає на конкурентоспроможність внутрішніх товарів та послуг у порівнянні з іноземними. Підвищення валютного курсу робить імпортовані товари та послуги дешевшими у порівнянні з внутрішніми, що призводить до більшої

конкурентності в ринках експорту на внутрішньому ринку, але також це значить що імпорт товарів для ланцюгу виробів є дешевшим, що зменшує маржу виробництва. З іншого боку, при зниженні валютного курсу імпорт стає дорожчим ніж товари та послуги, зроблені в країні. Це все призводить до змін у індивідуальних витратах, що впливає на сукупний попит.

Тут треба виділити дві речі. Перше, як стверджує [4], валютний субканал трансмісійного механізму не існує при фіксованому курсу валюти; і якщо режиму валютного курсу дозволено «гнучкість» (лібералізовано – авт.), то краще буде працювати той, де всередині режиму дозволена більша варіативність. Більше того, роль валютного субканалу буде підсилюватись при відсутності контролю за капіталом, і знижуватись – з недорозвиненою фінансовою системою. Тому можна припустити, що в Україні валютний канал або не існує через успішну фіксацію обмінного курсу, або його ефективність було зменшено через тривалість фіксації на початку війни.

По-друге, як було показано у дослідженні валютного субканалу для країн центральної та східної Європи[21], можна побачити, що валютний субканал або не існує, або існує але має незначний вплив на монетарну трансмісію. Так, Довсіак[56] і Бабіч[57] не знайшли доказів існування даного субканалу трансмісійного механізму у Словачії та Латвії, але Ветлов знайшов деякий вплив, але незначний на ВВП Литви[58].

Тому маємо наступне графічне подання трансмісійного механізму валютного субканалу каналу цін активів:

$$M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow E \uparrow \rightarrow NX \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

Висновки до розділу 1.

1. У науковій спільноті немає єдиного теоретико-методологічного підходу до визначення поняття «Монетарна політика». Узагальнюючи можна стверджувати, що монетарна політика є складовою економічною політики, що здійснює центральний банк задля досягнення стратегічних цілей держави, зокрема забезпечення цінової стабільності через вплив на пропозицію грошей, забезпечення повної зайнятості та підвищення платоспроможності населення.
2. Залежно від обраної стратегії центрального банку, розділяють чотири режими монетарної політики: монетарне таргетування, інфляційне таргетування, валютне таргетування та змішану політику. Монетарне таргетування спрямоване на контроль обсягу грошей в обігу економіки з припущенням, що швидкість обігу є або сталою, або контрольованою. При валютному таргетуванні, стабільність номінального обмінного курсу по відношенню до країни-якоря забезпечується, в основному, валютними інтервенціями та зміною процентних ставок. Але такому режиму притаманні серйозні недоліки, зокрема втрата автономії центрального банку. При інфляційному таргетуванні визначається ціль з інфляції, яка оголошується центральним банком. Облікова ставка є основним режимом при такому режимі. Змішана політика має характеристики декількох режимів одночасно. Виділяють два основні типи монетарної політики: експансивна – стимулювання кредитної емісії через спрощення доступу до нього, пожвавлення економічної активності та подолання спаду виробництва; рестрикційна – скорочування грошової маси та боротьба з інфляцією.
3. Монетарна політика впливає на об'єкт монетарної політики через монетарний трансмісійний механізм, шляхом передачі імпульсів від використаного інструментарію центрального банку по каналах та субканалах трансмісійного механізму. Основні канали та субканали включають в себе процентний, кредитний, цін активів, обмінного курсу та

ефекту багатства. В Україні перелік інструментів Національного банку України визначений Законом «Про Національний банк України», де перераховуються такі основні інструменти, як обов'язкові резерви, процентна політика, валютні інтервенції, операції з цінними паперами тощо. Кожний інструмент має свої недоліки та переваги, через що центральний банк у кризовій ситуації змушений буде їх використовувати, підстроюючись до конкретних макроекономічних умов.

РОЗДІЛ 2: АНАЛІЗ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

2.1 Сучасний стан монетарної політики

З 24 лютого 2022 року, з початком вторгнення росії в Україну, економіка України пережила багато кризисних явищ: постійні обстріли, масова еміграція населення, окупація територій, спад виробництва тощо. Задля адаптації монетарної політики під умови воєнного часу, Рада НБУ 12 квітня 2022 року ухвалила рішення про «Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану»[13], де були прописані як ключові загрози, так і особливості нововведень та їх імплементації.

Зазначається, що НБУ повернеться до режиму IT та плаваючого курсу валюти якомога швидше. Також зауважується, що дієвість каналів монетарної трансмісії послаблюється через зниження дієвості ринкових інструментів. Тому за невизначеності, спричиненими активними воєнними діями, НБУ відходить від ринкових інструментів до адміністративних обмежень, і пріоритетне завдання постало забезпечення стабільності функціонування банківської та фінансової системи України, об'єктів критичної інфраструктури та забезпечення потреб оборони України. Облікова ставка, як ринковий механізм, відходить від головного інструменту центрального банку, і встановлюється за рішенням НБУ. Також Верховна Рада відмінила заборону на емісію державного бюджету, але емісія державного боргу може розігнати інфляцію до критичних значень. Тому НБУ намагається фінансувати максимум в 30 млрд. гривень у місяць виключно на критичні потреби Уряду. Огляд змін у режимі монетарної політики, стратегічної цілі, ключового інструменту та можливості фінансування бюджету узагальнено у таблиці нижче.

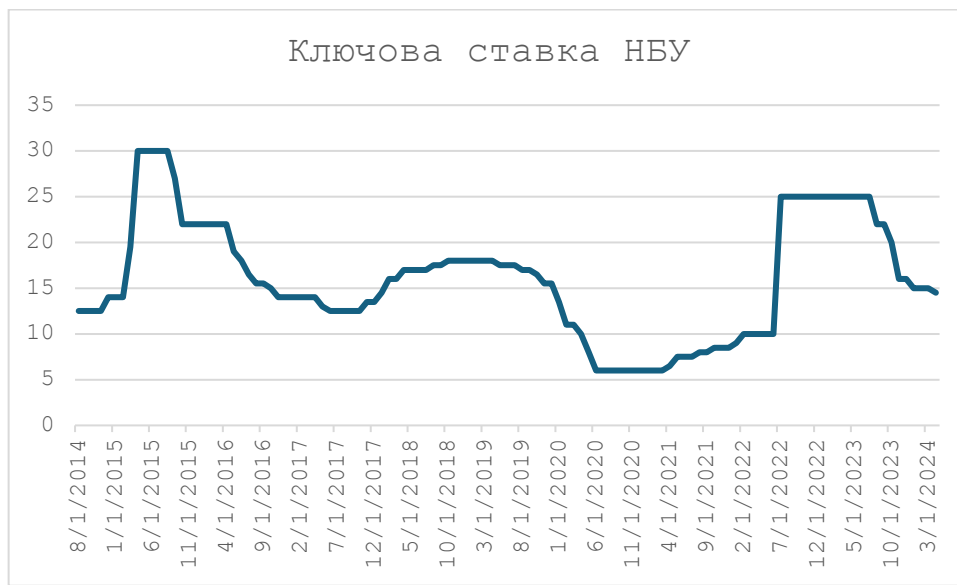
Стовпи монетарної політики	До 24.02.2022	Після 24.02.2022
Стратегічна ціль	Таргетування інфляції	Стабільність фінансової та банківської системи, функціонування державних фінансів та об'єктів критичної інфраструктури, забезпечення потреб оборони держави
Режим обмінного курсу	Плаваючий	Фіксований курс через адміністративні обмеження
Ключовий інструмент	Облікова ставка	Адміністративні обмеження
Фінансування бюджету	Заборона на фінансування бюджету	Національний Банк України може фінансувати бюджет через купівлю цінних паперів

Джерело: [13]

На початку війни, дії НБУ спрямовувалися на підтримання стабільності фінансової та банківської системи. Для цього НБУ тримав ставку на рівні 10%, а потім заморозив облікову ставку на рівні 25% більше року, щоб збільшити привабливість гривневих активів, зменшити тиск на міжнародні резерви та валютний ринок. Потім, так як інфляція була спричинена немонетарними чинниками, її сповільнення, поліпшення інфляційних очікувань створили можливість зниження облікової ставки до 22%, і цей цикл тривав до позначки у 15% станом на 26 січня 2024 року. Відзначається, що важливу роль відіграли чинники пропозиції, такі як насичення ринків продовольства та пального, і зниження світових цін на енергоносії. Також заходи НБУ, такі як підвищення норм обов'язкового резервування та зміна операційного дизайну монетарної політики, мали суттєвий вплив.

Динаміку облікової ставки показано на графіку 2.1. Передбачається зниження облікової ставки у другій половині 2024 року через зниження безпекових ризиків та достатнього обсягу міжнародного фінансування. Але наступ росіян на Харків, збільшення лагу допомоги Україні від міжнародних партнерів проковуватимуть зростання облікової ставки.

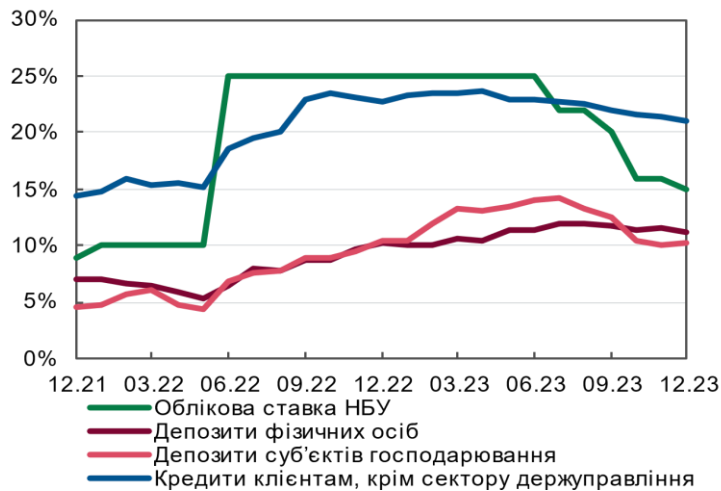
Графік 2.1. Графік динаміки ключової ставки України, 2014-2024р



Джерело: Складено автором за НБУ [18]

НБУ вживає додаткові заходи задля абсорбції надлишкової ліквідності банківської системи та посилення монетарної трансмісії. Зміна в обліковій ставці призвела до змін в інших процентних ставках, наприклад, в депозитах та кредитах суб'єктам господарювання та фізичних осіб. Це зображено на малюнку 2.2.:

Графік 2.2. Графік динаміки Облікової ставки та вартість нових депозитів і кредитів у гривнях, % річних

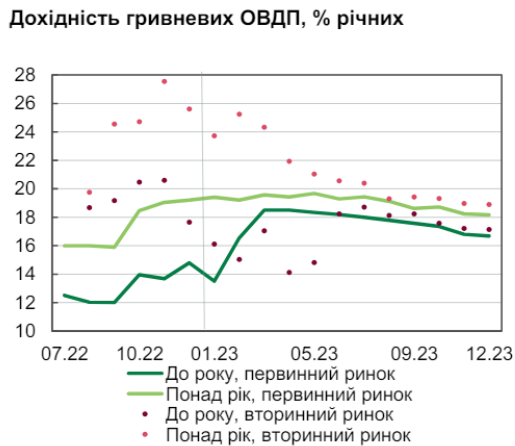


Джерело :НБУ [9]

Реакція ринкових ставок на підвищення ставок у червні 2022 року дещо посилилася наприкінці 2022 року. Потім, при поступовому пониженні облікової ставки, реакція вже була пришвидшеною через адаптацію ринкових агентів.

Також у четвертому кварталі 2022 року помірно підвищилася дохідність гривневих ОВДП під час первинного розміщення. Також у цей період більш тісний зв'язок із обліковою ставкою продемонструвала дохідність ОВДП на вторинному ринку, але з 2023 року дохідність ОВДП на первинному ринку мала тісніший зв'язок. З 2-го кварталу 2023 року можна споглядати поступове зниження дохідності ОВДП на обох ринках, що пояснюється через заходи НБУ щодо зниження облікової ставки.

Рисунок 2.1. Дохідність гривневих ОВДП, %



Джерело: НБУ[9]

Протягом 2022 року і дохідність за ОВДП, і ставки за депозитними продуктами банків не дотягували до інфляції, через що не створювалося достатніх стимулів для формування ринкового попиту на ОВДП та надання переваги строковим гривневим інструментам порівняно з валютними. Це негативно впливає на фінансову стабільність України, адже підвищується рівень доларизації, та економічні агенти намагаються здійснювати покупки якнайшвидше, що створює тиск на інфляцію через зростання попиту. Також через це збільшується попит на іноземну валюту для збереження покупної спроможності гривні, що витрат резервів НБУ для підтримання стабільного курсу гривні. Повільна реакція депозитних ставок на підвищення облікової ставки зумовлена, передусім, хронічною надлишковістю ліквідності в банках. Окрім цього, впливають такі фактори як обмежений набір інструментів для заощаджень та недостатня конкуренція на депозитному ринку.

Після початку зниження процентної ставки, дохідність за ОВДП почала падати, так як інфляція перебувала нижче за ставки за депозитними продуктами. Також через зміну політики у липні 2023 року, ставки за різними депозитами як для фізичних, так і юридичних осіб почала зменшуватися. Це сприяло формуванню нової конкуренції на депозитному ринку. Також, це сприяло запобіганню деградації бізнес-моделей підприємств.

З 11.01.2023, НБУ, з метою підсилення монетарної трансмісії, підвищив вимоги обов'язкового резервування на 5 в.п. нормативи за коштами на вимогу та

коштами на поточних банківських рахунках.

2.2. Огляд макроекономічної ситуації в Україні

24 лютого став викликом для держави, особливо для монетарної сфери країни. З початком вторгнення НБУ відійшов від режиму ІТ, що був основою монетарної політики країни упродовж 7 років, але цінова стабільність залишилася пріоритетним завданням, як і інші, що були розглянуті вище. Тому розглядання факторів, що спричинювали або послаблювали інфляційний тиск, є важливим для формування представлення ефективності монетарної політики. З початку агресії інфляція, очевидно, пришвидшилась. У грудні 2022 року річна інфляція становила 26,6%. Однак споживча інфляція стабілізувалася, а потім під впливом сезонних чинників, таких як висока урожайність та надання допомоги Україні від міжнародних партнерів, інфляція почала поступово спадати.

Зниження та взяття під контроль інфляції простежується у зниженнях процентної ставки, що було поступово використано НБУ. Зниження «безпекових ризиків», які приводяться у звітах від НБУ, та стабілізація ситуації дозволила НБУ знижувати процентну ставку від 25% до 13% на протязі двох років, хоча на період року процентна ставка була фіксованою. Попри це, ціновий тиск через енергетичний терор, руйнування критичної інфраструктури, підприємств та порушення ланцюгів виробництва призводило до зростання витрат бізнесу. Це, у свою чергу, спонукало інфляційні очікування бути завищеними.

Графік 2.3.: Значення інфляції, %



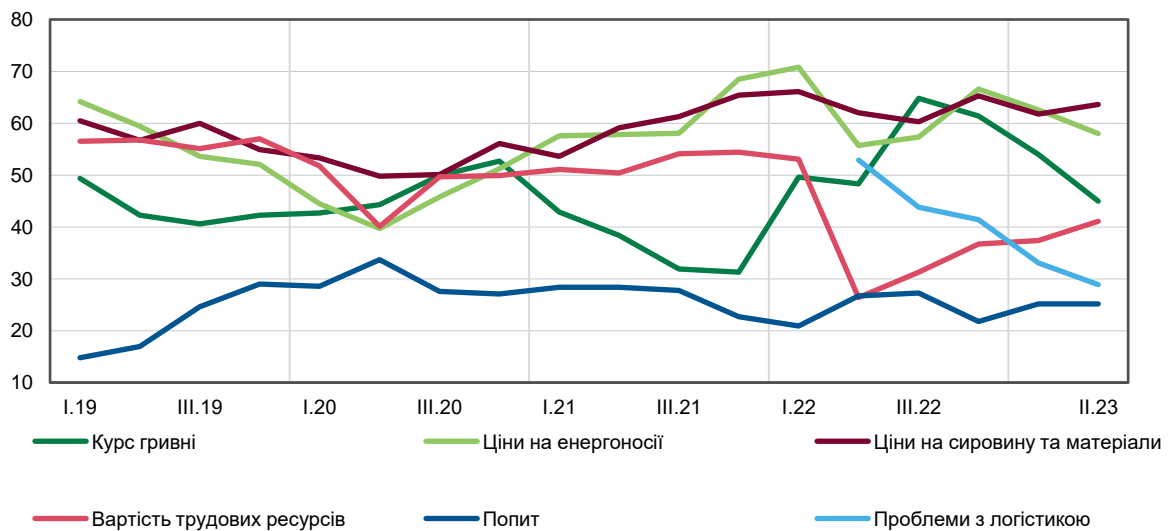
Джерело: НБУ [9]

Видно, що на початку воно стрімко зростало, у певний період часу навіть перевищувало облікову ставку. Але потім поступово знижалося, що корелювало

із змінами у обліковій ставці. Це зумовлено рядом факторів, від стабілізації фронту, фіксації обмінного курсу гривні, та немонетарних чинників, таких як збереження незмінних тарифів на ЖКП та обмеження монетизації бюджету. Зараз, через наступ росіян на Харківщину, інфляційні очікування знову почали підійматися.

Найвпливовіші чинники формувань очікувань підприємства представлені у графіку нижче:

Рисунок 2.2. Інфляційні очікування суб'єктів господарювання



Джерело: [9]

Звідси видно, що фактор «Ціни на сировину та матеріали» є на сьогоднішній день найвпливовішим, що зростає разом із чинником «вартість трудових ресурсів». Такі чинники як «ціни на енергоносії» та «курс гривні до іноземних валют» знижуються завдяки покращеним методам боротьби з енергетичним терором росії та спочатку фіксацією, а потім поступовою лібералізацією курсу.

Також інфляція стримувалась через адаптивність приватного сектору, і деокупація територій. Зокрема, можна побачити початок падіння інфляційних очікувань наприкінці 2022 року, після повної деокупації Харківщини. Можна побачити поступове, вагоме падіння такого чинника, як «проблеми з логістикою».

Деокупація Херсонщини в 4 кварталі дала змогу налагодити ланцюги

постачання до цієї області дешевших товарів з інших регіонів України. Тому у Херсонській області було зафіксовано дефляцію, що сприяло зменшенню розриву річної інфляції в області порівняно з середніми показниками по Україні. Також через це знизилась інтенсивність обстрілів у Миколаївській області, що також мало дезінфляційний вплив [10].

За оцінками ДССУ, економіка України за 2022 рік скоротилася на 25,5%, за 2023 рік – на 15,6% [23]. Це, звичайно, є наслідком вторгнення РФ: руйнування інфраструктури та обстріли, окупація територій та розрив звичних логістичних ланцюжків, знищення виробничих потужностей та падіння інвестицій, скорочення обсягу інвестицій та слабкий споживчий попит.

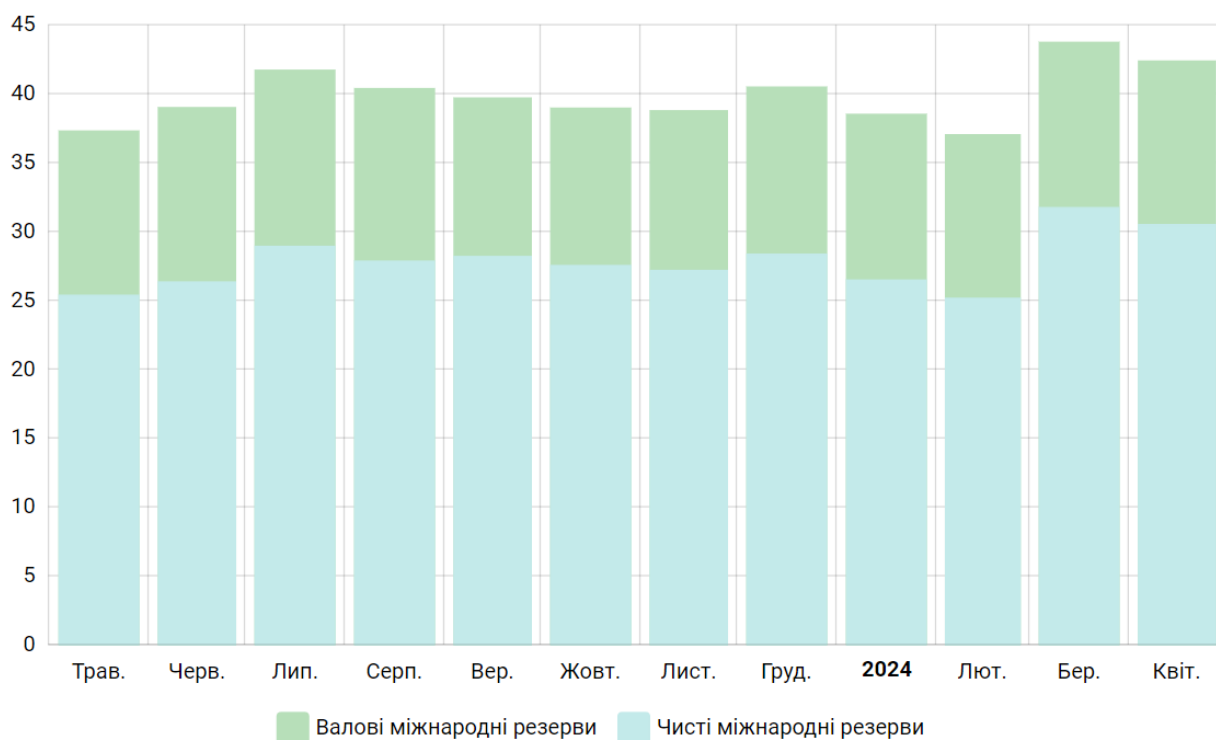
Реальний ВВП є нижчим за свій потенційний рівень через слабкий ринок праці, труднощі з логістикою, та деформація внутрішнього ринку. Порушені канали експорту означають неповне використання устаткування, і хоча відбувається поступове повернення на них, безпекові ризики залишаються високими.

Станом на 1.02.2024, міжнародні резерви України становили 37,1 млрд [19]. дол. США. У січні вони знизилися на 4,9% через валютні інтервенції, виплати по зовнішньому боргу та затримкою підтримки від міжнародних партнерів. Але вже 1 квітня 2024 року міжнародні резерви збільшилися до 43,7 млрд. дол. США через надходження від союзників [20]. Зараз динаміку міжнародної вартості визначають низка чинників, серед них [20], [19]:

1. Операції НБУ на валютному ринку;
2. Виплати за обслуговування і погашення боргу;
3. Переоцінка фінансових інструментів через зміни курсів валют та ринкової вартості.

Поточний обсяг міжнародних резервів забезпечує фінансування 5,1 місяця майбутнього боргу, що відповідає загальносвітовим стандартам фінансової безпеки (не менше трьох місяців). Протягом 2022 та 2023 років резервів було достатньо для виконання зобов'язань та проведення операцій.

Рисунок 2.3. Тенденція міжнародних резервів України



Джерело: [16]

На початку вторгнення в Україну було 27,5 млрд. дол. США у резервах. У липні 2022 року резерви України становили найменший обсяг за весь час вторгнення, а саме 22,3 млрд. дол. США. Таке падіння зумовлювалося продажом 28,3 млрд. дол. США для покриття різниці між попитом і пропозицією на валютному ринку, а також за обслуговування державного боргу. Але вже на початок 2023 року міжнародні резерви склали 28,5 млрд. дол. США, більше ніж на початку. Ця тенденція зберігалася, і вже у квітні 2024 року 42,4 млрд. дол. США, що є другим найвищим показником міжнародних резервів України за період повномасштабної війни, що є меншим лише за попередній місяць.

У 2023 році основні джерела поповнення міжнародних резервів були надходження на рахунки Уряду України на загальну суму, еквівалентну 38,2 млрд. дол. США, надходження від МВФ – на загальну суму, еквівалентну 4,5 млрд. дол. США, та надходження від розміщення Державних цінних паперів України – на суму 4,5 млрд. дол. США. Відповідні надходження дали змогу компенсувати як і продаж іноземної валюти на міжбанківському валютному

ринку України, так і платежі уряду України – на загальну суму 5,6 млрд. дол. США. Також дані надходження було використано для погашення та обслуговування боргу перед МВФ – на суму 3,4 млрд. дол. США. Також це дало можливість НБУ почати стратегію пом'якшення валютних обмежень[12]. Це характеризується як початок повернення режиму монетарної політики у режим інфляційного таргетування.

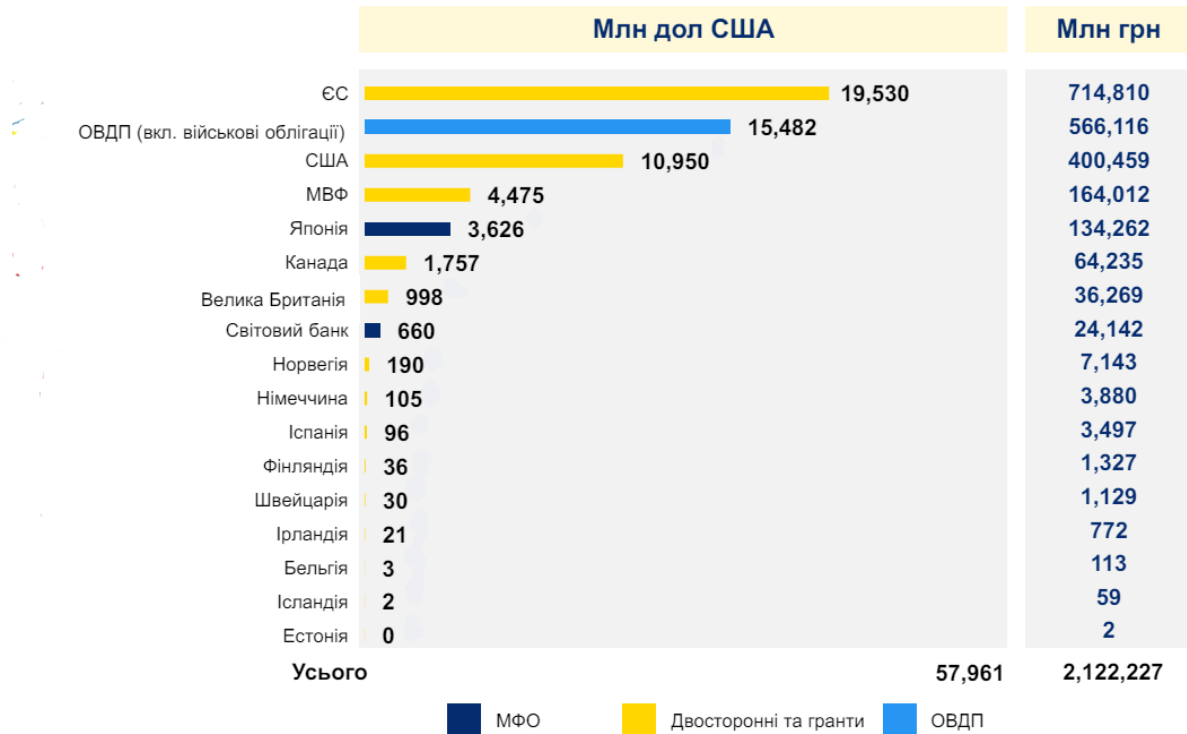
У річному звіті від НБУ 2023 року зазначається, що головним завданням було забезпечення оптимального співвідношення рівнів захищеності, ліквідності та дохідності, що забезпечувало виконання функцій НБУ, визначених законодавством України.

Міжнародні партнери зобов'язалися і надалі виділяти значні обсяги фінансової допомоги Україні для підтримання обороноздатності та вирішенню гуманітарних питань. Найбільші фінансові партнери – США, ЄС, - затвердили фінансову допомогу Україні у власних бюджетах. Але автор вважає, що було б непоганим шукати альтернативні джерела фінансування через перспективу виборів у США наприкінці 2024 року.

НБУ продовжує проводити поглиблену співпрацю з іншими центральними банками світу та залучати нових партнерів. Так, керівництво НБУ взяли участь у Весняних зборах МВФ та Світового банку(10-14 квітня 2023 року) у Вашингтоні та Щорічних зборах МВФ та Світового банку(9-15 жовтня 2023 року) у Марракеш, де приділяли значну увагу продовженню фінансування України, збільшення їх обсягів та впливу на росію. Пріоритетом залишилася програмна співпраця з МВФ, що після виконання моніторингової програми сприяло започаткуванню нової чотирирічної програми «Механізм розширеного фінансування», обсяг якої становить 15,6 млрд. дол. США. Протягом 2023 року, після успішно пройдених двох переглядів цієї програми, Україна отримала транші в загальному обсязі у 4,5 млрд. дол. США, що було спрямовано на поповнення загального фонду Державного бюджету України. Також 29 червня 2023 року Світовий банк, під гарантією уряду Японії, виділив Україні фінансування у розмірі 1,5 млрд. дол. США.

Станом на 01.06.2024 року джерелами фінансування державного бюджету є кредитування від міжнародних фінансових організацій, двосторонні кредити та гранти, та ОВДП, включаючи військові облігації.

Джерела фінансування загального фонду державного бюджету у 2023 році



Джерело: [22]

У 2023 році загальний обсяг фінансування, станом на 15 грудня, склав 53,1 млрд. дол. США, або 1,942 трлн. Грн. Найбільша макрофінансова допомога була залучена від ЄС – 17,9 млрд. дол. США, потім розміщення ОВДП у еквіваленті 14,7 млрд. дол. США, і гранти від США – 10,9 млрд. дол. США.

Загалом, аналізуючи макроекономічну ситуацію України та дії НБУ, можна виділити чинники посилення та гальмування інфляції.

Фактори посилення інфляції	Фактори гальмування інфляції
Зростання виробничих, логістичних витрат – руйнування критичної та некритичної інфраструктури, обстріли, окупація частини територій, критична ситуація енергетичного сектору.	Фіксація обмінного курсу та поступова лібералізація – спочатку зменшувалися ризики фінансової дестабілізації, та обмежувалися зростання собівартості продукції від зростання ціни імпорту, потім, після поступового приборкання інфляції – часткова лібералізація та часткове зняття адміністративних обмежень не допустило деградації бізнес моделей підприємств.
Монетарні чинники – хронічний профіцит ліквідності банківської системи, обмежена, але присутня емісія Державного бюджету України	Адміністративні обмеження – мораторій на підвищення ЖКП, послаблення податкового навантаження.
Ціни на енергоресурси – руйнування ТЕЦ, ГЕС, інших видів виробництва енергопостачання та високі ціни на нафту зумовлювали подорожчання транспортування, що перейшло у у споживчі ціни	Слабкий попит – скоротився попит на споживання непершочергових товарів та послуг.
	Сезонність – хороша врожайність сільськогосподарських експортних культур дала змогу почати цикл зменшення облікової ставки проценту через зменшення інфляції.

Джерело: [10]

2.3. Оцінка ефективності використання інструментів грошово-кредитної політики НБУ в умовах воєнного стану.

Задля того, щоб перевірити ефективність трансмісійного механізму України під час війни, потрібно звернутися до статистичного аналізу та економетричного моделювання. Аналіз та побудова моделі була виконана за допомогою пакету EViews. Дані взяті з НБУ, його офіційного сайту.

У даному дослідженні предметом є взаємозв'язок таких чинників, як обмінний курс, грошова маса M2, облікова ставка НБУ, та їх вплив на інфляцію.

Тобто, ми будемо досліджувати субканали валютний, монетарний, процентний. Інші субканали, такі як канал Тобіна, у дослідження автор не включає, бо малий відсоток українців отримує сигнал монетарної трансмісії у цей шлях. Також, припускається що вищенаведені змінні є ефективними

складовими монетарної політики.

Метою дослідження є аналіз ступеня впливу інструментарію НБУ на індекс споживчих цін через канали та субканали монетарного трансмісійного механізму на базі моделювання імпульсних функцій(VAR).

Модель було обрано за її переваги, що актуальні для даного дослідження. Вона дозволяє оцінити та перевірити наявність взаємозв'язок чинників, наведених вище. Моделі VAR широко використовуються для аналізу та прогнозування дії шоків на дестабілізацію економічних процесів у багатьох сферах при різних сферах наближеності. Також популярним є використання VAR саме при оцінці монетарного трансмісійного механізму.

Задля більш точної та коректної роботи моделі її було розроблено на місячних даних в період з лютого 2003 року по лютий 2024 року, що охоплює початок російської агресії 2014 року та період повномасштабної війни(із 24.02.2022).

Дані включають наступні змінні:

1. CPI – CPI, індекс споживчої інфляції(відношення до відповідного місяця попереднього року, що вважається номінальним), %. Використовується НБУ як головний показник споживчої інфляції.

2. KPR – Key Policy Rate, облікова/процентна ставка НБУ. Являє собою головний інструмент нашого центрального банку.

3. M2 – грошовий агрегат M2, млн. грн., в нього входить готівкові кошти в обігу, переказні депозити в національній та іноземній валютах та інші депозити.

4. EXR – Exchange rate, обмінний курс, грн./дол.

Показники було обрано за наступною логікою:

CPI – показник рівню споживчої інфляції, був обраний як головний із показників споживчої стабільності.

KPR – Key Policy Rate, ключова ставка Національного банку України, вважається найголовнішим інструментом із наявних монетарної політики. Слугуватиме мірою відображення процентного каналу монетарного трансмісійного механізму, його дію було описано вище.

M2 – грошовий агрегат, що містить в собі готівку «на руках», кошти українського населення та бізнесу у національній валюті на банківських рахунках, кошти на банківських рахунках до запитання в іноземній валюті та, наприклад, строкових депозитах, рахунках у дорогоцінних металах, тощо. Багато досліджень встановлювали взаємозв'язок надмірного збільшення грошових агрегатів та інфляції. Вважається, що надмірна циркуляція грошей в економіці призводить до зниження купівельної спроможності, а також призводить до доларизації економіки. Наслідком надмірної пропозиції грошей за рівноважне значення монетизації економіки природно вважати прискорення інфляції.

Обмінний курс показуватиме вплив валютного субканалу на інфляцію. В теорії, у малій відкритій економіці та нерозвинених фінансових ринків, підвищення ключової ставки проценту може призвести до збільшення дохідності фінансових активів, виражених у національній валюті. Це залучає фінансових інвесторів, що зміцнює валютний курс, що у свою чергу впливає на ціни імпортованих товарів, знижується рівень інфляції та створюється ефект перенесення вартості зміни обмінного курсу на ціни.

На початку побудови VAR – моделі проведено тест Дікі-Фуллера для визначення стаціонарності часових рядів. Нульова гіпотеза – ряд не є стаціонарним, альтернативна гіпотеза – ряд є стаціонарним.

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: CPI, EXCHR, INTR, M2
 Date: 06/02/24 Time: 11:51
 Sample: 2007M01 2024M04
 Exogenous variables: Individual effects
 User-specified maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 2
 Total number of observations: 824
 Cross-sections included: 4

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	4.29454	1.0000

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate ADF test results

Series	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
CPI	-3.1768	0.0228	-1.530	0.745	1	2	206
EXCHR	-0.1178	0.9448	-1.532	0.735	0	2	207
INTR	-2.3684	0.1520	-1.530	0.745	1	2	206
M2	6.9694	1.0000	-1.514	0.754	2	2	205
Average	0.3266		-1.527	0.745			

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: CPI, EXCHR, INTR, M2
 Date: 06/02/24 Time: 13:07
 Sample: 2007M01 2024M04
 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 11
 Total number of observations: 813
 Cross-sections included: 4

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-17.5797	0.0000

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate ADF test results

Series	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
D(CPI)	-6.5903	0.0000	-2.177	0.597	0	14	206
D(EXCHR)	-16.234	0.0000	-2.177	0.597	0	14	206
D(INTR)	-11.595	0.0000	-2.177	0.597	0	14	206
D(M2)	-1.7776	0.7120	-2.088	0.670	11	14	195
Average	-9.0493		-2.155	0.615			

Рисунок 2.5. Тест Діки-Фуллера на визначення стаціонарності часових рядів у рівнях та перших різницях

Джерело: Складено автором

Звідси бачимо, що часовий ряд CPI є стаціонарним в рівні, бо його Prob є меншою за 0,05, а часові ряди валютного курсу, облікової ставки, грошового агрегату M2 – нестаціонарними. Тому було використано операцію перших різниць, де було встановлено нестаціонарність часового ряду M2. Тому протестувавши у других різницях, видно що M2 є стаціонарним рядом:

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: CPI, EXCHR, INTR, M2
 Date: 06/02/24 Time: 13:12
 Sample: 2007M01 2024M04
 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 2 to 11
 Total number of observations: 793
 Cross-sections included: 4

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-18.5845	0.0000

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate ADF test results

Series	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
D(CPI,2)	-5.9557	0.0000	-2.088	0.670	11	14	194
D(EXCHR,2)	-11.704	0.0000	-2.135	0.629	4	14	201
D(INTR,2)	-13.528	0.0000	-2.158	0.613	2	14	203
D(M2,2)	-7.1436	0.0000	-2.088	0.670	10	14	195
Average	-9.5829		-2.117	0.646			

Рисунок 2.6. Тест Дікі-Фуллера на визначення стаціонарності часових рядів у других різницях

Джерело: Складено автором

Тобто за отриманими результатами розширеного тесту стаціонарності крос-секційної незалежності Дікі-Фуллера було встановлено стаціонарність CPI в рівнях, часових рядів Exchr та Intr у перших різницях та M2 у других різницях. Отже, одна змінна є стаціонарною в рівнях при 5% рівні значимості, одна змінна є інтегрованою другого порядку та дві змінні є інтегрованими першого порядку. Так як часові ряди є інтегрованими з різним порядком, то коінтеграційного зв'язку немає.

Через те, що у нас немає коінтеграційного зв'язку, ми можемо перевірити та вибрати оптимальний лаг, для чого спочатку створюємо VAR-модель з дефолтним налаштуванням та для правильної специфікації моделі перевіряємо оптимальну довжину лагу за допомогою Lag Length Criteria. Результатами тесту були визначені різні оптимальні лаги для часових рядів виходячи від залежності від інформаційних критеріїв.

Обрані лаги протестовано за допомогою Lag Exclusion Test для 36 лагів. Модель поступово було специфіковано, щоб у лагів не було автокореляції. Таким чином модель має покращені інформаційні критерії, зокрема критерій Акайке. Це статистичний критерій, дозволяє найбільшу кількість лагів з інших двох

значимих критеріїв, та дозволяє визначити правильність специфікації моделі. (див. Додаток Д).

Екзогенність змінних було перевірено тестом Грейнджера. За результатом тесту на екзогенність, у всіх досліджуваних змінних Prob менше за 0,05, тобто вони усі є ендогенними. Виходячи з проведеного аналізу, результатів діагностики моделі, емпіричних розрахунків та теорії всі змінні повинні залишатися у блоці ендогенних (див. Додаток Б).

Для оцінки умови правильної специфікації оціненої моделі VAR був проведений аналіз залишків за допомогою LM тесту на знаходження автокореляції залишків. Нульова гіпотеза – серійна кореляція відсутня по лагу, альтернативна гіпотеза – наявність серійної кореляції. Результат наведено нижче, де Prob є більшою за 0,05 для більшості лагів. Тому робимо висновок про відсутність серійної автокореляції(див. Додаток А).

Нормальність розподілу залишків перевіряємо за допомогою Normality test. Згідно з результатами тесту розподіл залишків Prob. є меншою за 0,05, що свідчить про ненормальний розподіл залишків(див. Додаток В). Така проблема притаманна невеликим вибіркам, адже зі збільшенням кількості спостережень розподіл залишків має прямувати до нормального.

Тепер будуються імпульсні функції відгуків як аналіз чутливості показників VAR-моделі до зовнішніх шоків. В даному дослідженні метою є перевірка чутливості CPI до змін обмінного курсу, грошового агрегату M2 та ключової ставки НБУ.

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations
 ± 2 analytic asymptotic S.E.s

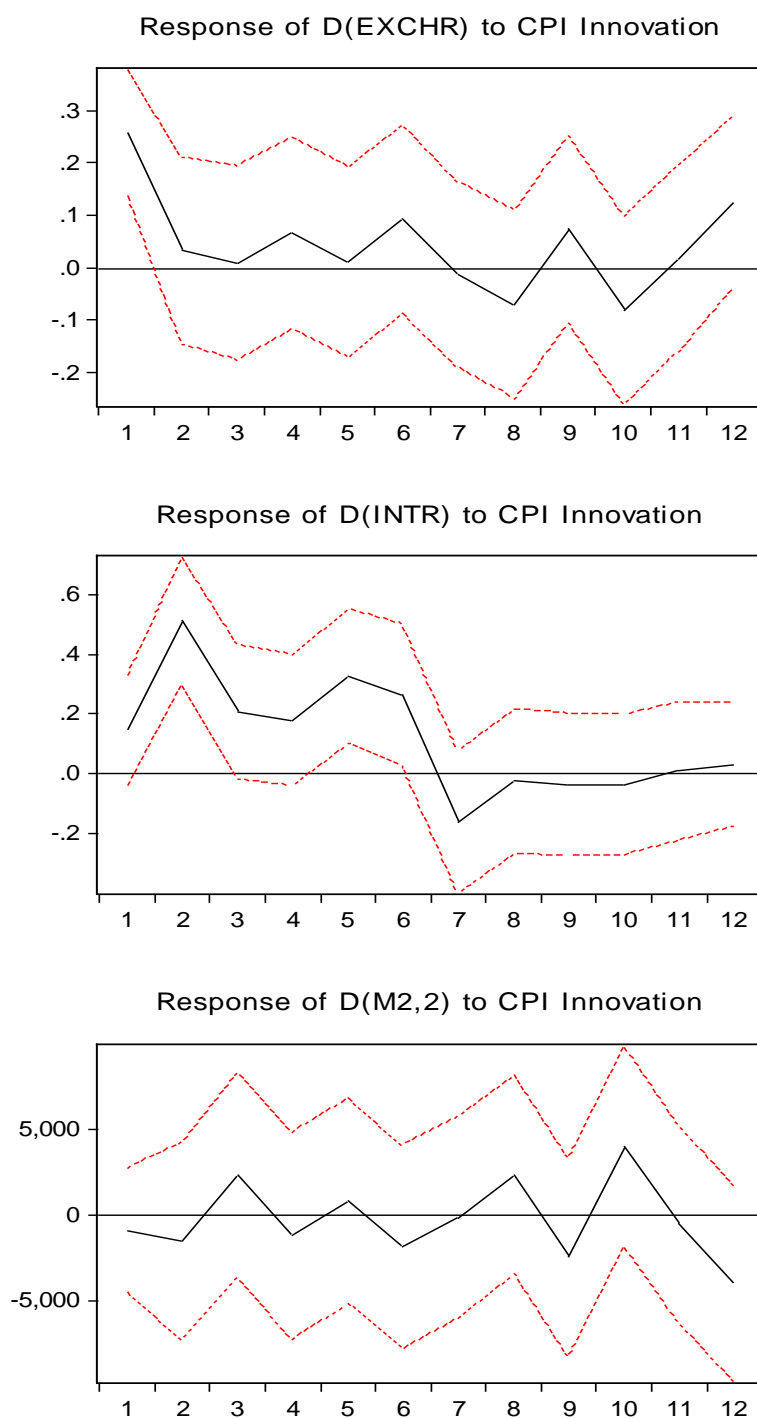


Рисунок 2.4. Імпульсна функція відгуків споживчої інфляції (CPI) на шоки
Джерело: Складено автором.

Для побудови імпульсної функції було застосовано метод організації Чолеського з стандартною помилкою аналітичною. Таблиця функції імпульсу можна знайти у додатку Г.

У випадку реакції індексу споживчих цін на шоки затухання відбувається приблизно на 12-14 періодах, вимогою до VAR-моделі є спадний (до нуля)

характер функцій імпульсних відгуків, оскільки шок із часом нівелюється.

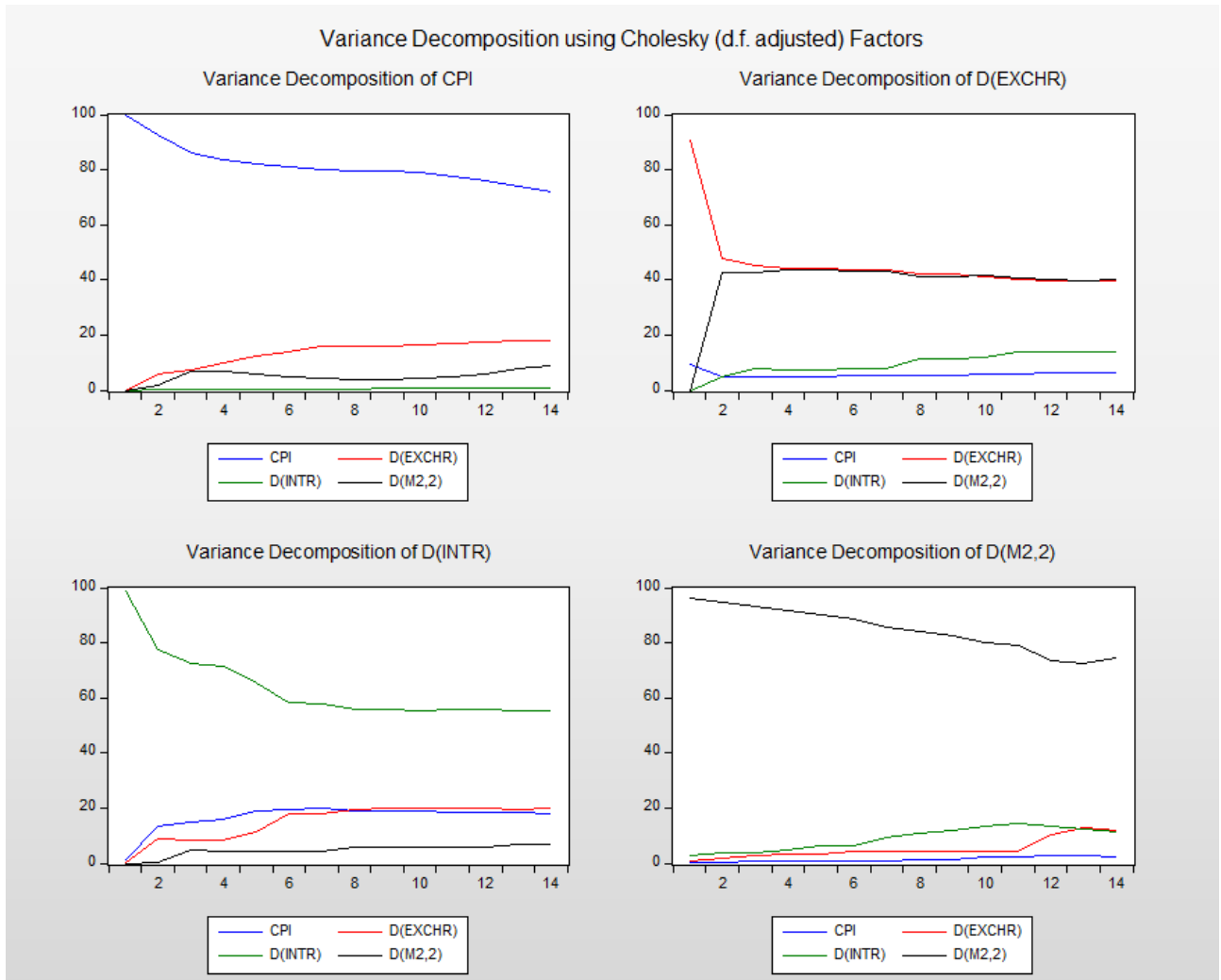


Рисунок 2.5. Декомпозиція дисперсій.

Джерело: Складено автором.

Висновки від графічної декомпозиції дисперсії Чолеського можна зробити наступні:

1) Інфляція найбільш істотно залежить від обмінного курсу, на 18,1%. Потім друга сильніша залежність виходить із грошового агрегату М2 і становить 9,06%. Найменше вона залежить від ключової ставки, і становить приблизно 1%, що є дивуючим результатом. Але варто помітити, що із збільшенням періодів збільшується вплив облікової ставки на інфляцію, тому можна казати про значний лаг у впливі на інфляцію ключової ставки проценту.

2) Обмінний курс залежить найбільше від грошового агрегату М2 на 40%. Далі вплив облікової ставки на обмінний курс становить 14%, а вплив

інфляції на курс становить найменший із показників у 6,5%, тобто незначний.

3) Вплив чинників на процентну ставку є незначним, проте виділяються впливом інфляція, що становить 18%, і обмінний курс, що складає 20%. Вплив грошового агрегату М2 є невеликим.

4) Найбільше грошовий агрегат М2 впливає на самого себе. Потім по силі залежності йдуть обмінний курс та процентна ставка, обидва із приблизно 11% силою залежності. Найменше впливає інфляція, тут її вплив є невеликим.

Звідси слідує, що на інфляцію впливає не так облікова ставка чи грошовий агрегат М2, як обмінний курс. Іншими словами, найефективніше працює валютний субканал каналу цін активів монетарного трансмісійного механізму, а процентний канал та субканал грошових потоків кредитного каналу трансмісійного механізму є менш ефективними. Це може пояснюватись ефектом переносу через велику імпортозалежність та економіки, яка може бути описана як малою та відкритою.

На додачу, облікова ставка впливає на інфляцію, і є велика кількість факторів, що визначає силу впливовості ключової ставки. Так, довіра населення та бізнесу до головного регулятора є одним із таких факторів. Успіх залежить від узгодженості державної політики дій НБУ. Її ефективність полегшує досягнення завдань монетарної політики.

Щодо прогнозу на майбутні періоди, то одразу автор хоче оговоритися, що слід ставитись до нього скептично. В умовах повномасштабної війни важко передбачити ситуацію на фронтах, особливо окупацію/деокупацію територій, рівня енергетичного терору, тощо. Також неможливо знати наперед наміри та цілі НБУ щодо регулювання окремих сфер монетарної політики, та спектр та вибір інструментарію для регулювання.

Висновки до розділу 2

1. Війна мала величезні наслідки на економіку України: зруйновані підприємства та об'єкти критичної інфраструктури, розірвані ланцюги логістики та постачання. Впродовж 2022 року інфляція, а також інфляційні очікування суб'єктів господарювання зростали, але вже у 2023 році інфляція, так само як і інфляційні очікування пішли на спад. Інфляційний тиск із початку війни посилювався зростанням виробничих та логістичних витрат, ослабленням монетарної трансмісії, високими цінами на енергоресурси. Тим часом були чинники, що гальмували інфляцію, такі як фіксований обмінний курс, адміністративні рішення, слабкий попит тощо. Серед чинників формування очікувань підприємств щодо зміни цін на їх товари та послуги найвпливовішими були ціни на енергоносії та ціни на сировину та матеріали. Офіційний обмінний курс був фіксований НБУ з початку війни, але з 03.10.2023 поступово лібералізований.
2. З 12 квітня 2022 року монетарна політика підпорядковується «Основним засадам грошово-кредитної політики на період воєнного стану», де були прописані нові умови її впровадження та змінені пріоритети. Так, головними завданнями було виділено забезпечення оборонної здатності держави, стабільне функціонування фінансової та банківської систем, а також безперебійне функціонування системи державних фінансів та об'єктів критичної інфраструктури.
3. Проведений аналіз декомпозиції дисперсій показав, що на інфляцію значний вплив має субканал обмінного курсу монетарного трансмісійного механізму, а процентний канал не має значного впливу, як і грошова маса.

РОЗДІЛ 3. РЕКОМЕНДАЦІЇ ЩОДО ПОКРАЩЕННЯ КАНАЛІВ ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ

3.1. Проблеми української монетарної політики

Наразі існує велика кількість проблем у монетарній сфері відносин, які можуть біти вирішені для прискорення ринкового реформування економіки. Дані проблеми мають пряму, сильну залежність від важливих практичних завдань, пов'язаних із поліпшенням трансмісійного механізму монетарної політики, та підвищенням ефективності інструментарію НБУ, із поступовим

Таблиця 3.1. Ризики монетарної політики в умовах війни

Проблема	Сутність та причини
Висока інфляція	<ul style="list-style-type: none"> - Через немонетарний характер інфляції, викликаний воєнними чинниками, зростанням вартості витрат, девальвацією гривні та імпортом інфляції, інструменти грошово-кредитної політики не мали очікуваного впливу. - Банківські кредити та депозити залишаються малими в порівнянні іншими економічними процесами, як наслідок маємо неефективний процентний канал впливу. - Надлишок банківської ліквідності та відсутність потреб банків у додатковому фондуванні не стимулює банки до підвищення ставок за депозитами та залучення додаткових заощаджень населення, що могло б переорієнтувати споживчі настрої.

<p>Недієвість монетарної трансмісії</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Кредитний та депозитний канали залишаються незначними за обсягами для помітного впливу на інвестування та споживання в реальній економіці. - Банківська система надміру ліквідна, що робить її інертною до змін параметрів процентної політики. - Валютний канал залишається недієвим для забезпечення притоку коштів нерезидентів у вітчизняні цінні папери у зв'язку з високими воєнними ризиками. - Очікування економічних суб'єктів є неринковими і переважно диктуються вимогами безпеки, що знижує ефективність імпульсів процентної політики.
<p>Низька інвестиційна активність бізнесу та держави</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Політика НБУ наразі спрямовується виключно на досягненні інфляційних цілей, що негативно позначається на можливостях кредитування бізнесу (відповідне підвищення ставок для бізнесу до 20% обмежило доступність коштів). - Звуження фінансового посередництва на перевагу державних облігацій та депозитних сертифікатів НБУ (через їх прибутковість та безризиковість) та зменшення привабливості інвестиційних кредитів

	<p>негативно впливають на виконанні класичних функцій посередництва.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Нерозвинений фондовий ринок ускладнює залучення додаткових коштів підприємств.
<p>Неузгодженість дій НБУ та Міністерства фінансів</p>	<ul style="list-style-type: none"> - З'явилась проблема заблокованості ринкового залучення внутрішніх державних позик. НБУ з міркувань інфляційних пріоритетів підвищив облікову ставку значно вище рівня інфляції (25%). Однак, такий рівень процентної ставки не був відповідним до фіскальних спроможностей Уряду, чий доходи номінально і реально скоротилися через падіння ВВП. В результаті банки зайняли вичікувальну позицію з надією на більш високі ставки ОВДП і поступово знижували їх обсяг у своєму портфелі. - Потреба Уряду у додаткових гривневих позиках забезпечувалась за рахунок емісії НБУ. Загалом профінансовано близько 25% дефіциту державного бюджету (400 млрд грн). Проведення подальшого емісійного фінансування дефіциту бюджету протирічить діям НБУ у сфері грошово-кредитного регулювання, а саме підвищення

	облікової ставки.
Жорстка монетарна політика та високі процентні ставки	<p>- Підвищення процентних ставок в умовах слабкої монетарної трансмісії та домінування структурних шоків не дає антиінфляційних ефектів та провокує зниження ефективності фінансового посередництва, викривлює стимули діяльності банківської системи та гальмує економічне зростання.</p> <p>- Надміру високі процентні ставки також провокують такі негативні явища як: посилення нерівності; підвищення рівня доларизації боргових зобов'язань,; посилення ризиків боргової стійкості.</p>

переходом на ринкові методи впливу.

Джерело: Узагальнено автором на основі проведеного дослідження До вже наявних проблем монетарної політики додалися нові ризики, пов'язані із 24 лютого 2022 року. Вони впливають на ефективність монетарної політики як прямо, так і опосередковано, послаблюючи вплив каналів монетарної трансмісії.

Взагалом можна виділити декілька основних проблем, що послаблюють вплив монетарної політики досягання поставлених цілей інструментів. Так, основними проблемами можна визначити хронічну надлишкову ліквідність банківського сектору, що є хронічною ще до початку повномасштабної війни, недовіра монетарного трансмісійного механізму, жорстка монетарна політика НБУ, що переважала на протязі війни, низька активність інвестиційної діяльності бізнесу та неузгодженість дій НБУ із Урядом.

Основою для інфляційних сплесків під час активних бойових дій є

поєднання декількох факторів, а саме: зниження обмінного курсу, девальваційних очікувань та зростання обсягів бюджетних видатків, по яким проводиться фінансування емісією НБУ. Ці фактори також впливають на процеси встановлення цін, зокрема в секторі природних монополій, що формально представляють зміни у кошику, з якого формується індекс споживчих цін, на які, по ідеї, монетарна політика не повинна мати прямого впливу.

Також серед причин прискорення інфляції за 2022 рік переважали причини немонетарного характеру, напряду пов'язані з війною. Причини другорядного характеру є імпорт інфляції та світове подорожчання енергоносіїв.

Наприклад, через активні бойові дії було порушено звичні ланцюги збуту, знищено виробничі потужності багатьох підприємств, що збільшило потребу в імпорті продовольчих товарів, через що відбувається додатковий тиск на обмінний курс та як наслідок є імпорт інфляції. Окрім цього, вітчизняні виробники, через втрати ланцюгів збуту та, як наслідок, оборотів реалізації продуктів, та ускладнені умови ведення бізнесу мають компенсувати збитки шляхом підвищення цін товарів.

Також військовий стан поглиблюють проблему фінансового посередництва. Так, надлишок ліквідності банківської системи супроводжується нестачою ліквідності в реальному та державному секторах. Це вимагає перегляду не тільки монетарної політики, що поступово пішла на лібералізацію через ряд факторів, так і інструментів, що регулюють банківську ліквідність.

З початку війни, зміна облікової ставки не мала бажаного впливу на фактори пришвидшення інфляції, що були зазначені вище. Так, зміна облікової ставки до 25% не змогла вплинути на військовий дефіцит, відновлення зруйнованих підприємств або зниження інфляції, пов'язаної із імпортом. Замість цього, тиск на валютний курс головним чином визначався такими факторами, як міжнародне фінансування та забезпечення доступності зовнішніх ринків збуту, на які облікова ставка не мала впливу.

Підвищення облікової ставки призвело до зростання витрат на обслуговування державного боргу, швидкого збільшення процентних витрат

НБУ за депозитними сертифікатами(що є втратою доходів для бюджету України) та перешкодило кредитуванню реального сектору економіки за межами державних програм.

На сьогоднішній день, як вже зазначалося вище, ставка була знижена з 25% до 12%, але НБУ наголошує на можливому пришвидшенні інфляції наприкінці року та, як наслідок, зміну процентної ставки до 15% або 16%. Але в умовах війни є неможливим забезпечити цінову стабільність безумовним пріоритетом Національного банку України, тому треба зосередитися не на підвищенні «привабливості гривневих активів», а на питанні фінансування дефіциту бюджету, зокрема, проблемі державного боргу. Тобто, критичним є ставкою за державними облігаціями. Зважаючи на збільшення потреби у борговому фінансуванні, НБУ має робити все можливе, щоб ця ставка знизилася.

Окремою проблемою є додаткові труднощі у трансмісійному механізмі монетарної політики, пов'язані із війною, на додачу до тих, що вже були присутні. Так, присутньою проблемою була недорозвиненість кредитного та депозитного ринків, що може бути наслідком надмірного фокусування НБУ на режимі IT та фінансовій стабільності банківської системи. Окрім цього, на сьогоднішній день продаж валюти із резервів виконує функцію нівелювання грошової пропозиції, а ліквідність створюється широким фінансуванням бюджетного дефіциту через емісію військових ОВДП. З урахуванням різкого зниження попиту на кредити та накопичення значних резервів на рахунках, банківська система стала замкнутою у ситуації надлишкової ліквідності, з великим ризиком редоларизації, та прихованого відтоку капіталів і чутливості до питань довіри.

Вітчизняна банківська система, через хронічну надлишкову ліквідність, не проявляє відчутної реакції щодо зміни процентної політики НБУ. У той же час, низький розвиток фондового ринку та високі ризики, пов'язані з воєнним конфліктом, уповільнюють ефективність валютного каналу, який спрямований на приваблення зарубіжних інвесторів до українських цінних паперів. Додатково зменшують дієвість імпульсів процентної ставки неринкові очікування

економічних суб'єктів, що до того ж залежать від вимог безпеки.

Запорукою ефективного функціонування режиму ІТ є розвиненість фінансових ринків, про що не можна стверджувати наразі. Кредитування економіки банківською системою проявляє себе слабо, приймаючи заощадження по ставці нижче інфляційної. Так як міжбанківський кредитний ринок має бути першою ланкою монетарного трансмісійного механізму, важливо його активне функціонування, що наразі не спостерігається.

Прогнозування Національним банком України ключової ставки також можна вважати аспектом, що звужує простір для рішень з монетарної політики, особливо враховуючи погіршення точності макроекономічних прогнозів в умовах структурних шоків фінансової сфери та економіки в цілому. Для зменшення різних ризиків є важливим створення адаптивних інфляційних очікувань у населення та суб'єктів господарювання, які відповідають змінам у економічній ситуації. В сьогodнішній економіці ринкові очікування економічних суб'єктів, сформовані насамперед воєнними та квазі-воєнними чинниками, а не прогнозом ключової ставки, як це мало б відбуватися теоретично. Чергова публікація прогнозу облікової ставки НБУ до 2024 року посилила напругу на фінансових ринках, тривале збереження високих процентних ставок змусив учасників фінансових ринків зайняти вичікувальну позицію.

Якщо грошово-кредитна політика не може з об'єктивних причин впливати на інфляцію, то не слід максимізувати її зусилля (тримати надмірно високу ключову процентну ставку), оскільки такі дії наносять шкоду економічному зростанню без помітних очікуваних ефектів, утруднюють відновлення монетарної трансмісії через реальний сектор, генерують ризики структурної інфляції.

Як результат слабого попиту на кредитні ресурси за очікуваною ставкою банки звузили кредитну підтримку економіки, внаслідок чого Національний банк України був вимушений розширювати емісійну підтримку дефіциту державного бюджету.

Впродовж 2022 року Національний банк України одночасно застосовував і

грошову емісію, і суттєве збільшення облікової ставки, що теоретично суперечать один одному, адже підвищення ключової ставки має звужувати надходження грошової емісії, що в результаті мало негативний вплив на дієвість монетарної трансмісії. Основними причинами такої реакції були відповідне звуження фінансового посередництва банків, вичікувальну позицію учасників фінансових ринків та збільшення потреб воєнної економіки в емісії.

Зміни в монетарних процесах воєнного часу істотно ускладнили роботу монетарного трансмісійного механізму, однак це вже було пов'язано не з валютними резервами, а з емісією для фінансування бюджетного дефіциту.

Зважаючи на те, що у стані війни деякі видатки не можна відкласти чи скоротити — мова йде насамперед про видатки на оборону — НБУ змушений фінансувати ці видатки, збільшуючи свій портфель військових облігацій.

Фінансування бюджету за рахунок емісії грошей, необхідність підтримувати фіксований обмінний курс шляхом проведення валютних інтервенцій виснажують ресурси Національного Банку України та погіршують макроекономічну ситуацію в середньо- та довгостроковому періоді.

3.2. Напрями підвищення ефективності монетарної політики України

Виходячи з міжнародного та вітчизняного досвіду можна помітити, що інструменти грошово-кредитної політики мирного часу та тих, що застосовуються в умовах воєнних конфліктів, відрізняються. Порушення трансмісійного механізму через вплив непередбачуваних факторів, пов'язаних із веденням воєнних дій, та поглиблення проблем, що вже існували в грошово-кредитній сфері, не дають ефективно використовувати звичні центральному банку інструменти. Також потрібно враховувати особливості економічного стану країни.

Наприклад, варто пам'ятати, що підвищення процентних ставок ефективно знижує інфляційні процеси лише в ситуації, коли економіка перегріта, оскільки це дозволяє перерозподілити "надмірні" доходи з метою споживання та інвестицій на цілі збережень. Проте, в умовах української економіки, яка працює

значно нижче свого потенціалу, "надмірні" доходи, такі як зарплати та прибутки, просто не формуються. Тому підвищення процентних ставок не знаходить свого адресата, трансмісія не спрацьовує, і антиінфляційний ефект не виникає[данилишин].

Процентні ставки на державні запозичення повинні бути відповідними темпам реального ВВП та мати адекватне співвідношення з процентними ставками кредитування підприємств. Тобто, облікову ставку Національного банку України можна знизити до рівня, який пов'язаний з очікуваннями щодо інфляції, але з попередньою аналізом наслідків для кредитування. Програма рефінансування банків, що інвестує отримані кошти у нові позики, допоможе оживити економіку і збільшити попит з боку населення та підприємств. Національний банк України повинен прийняти заходи, що обмежують ціни на фінансові продукти. Варто переглянути підходи до встановлення обґрунтованої ключової ставки центрального банку. Очікуваний ефект від перегляду ставки повинен бути врахований, не тільки для стримування інфляції, але й для пожвавлення економічної активності суб'єктів господарювання. При чому рішення про зміну облікової ставки варто було приймати з урахуванням думок сторін, що не відносяться напряму до центрального банку. Розповсюдженою практикою є участь експертів у сфері монетарної політики у прийнятті відповідних рішень.

Економічна і фінансова стабільність в умовах, обумовлених війною, може постраждати від гнучкого курсоутворення. Тому Україні не слід поспішати з впровадженням гнучкого курсу. Несвоєчасне скасування валютних обмежень, зокрема для фізичних осіб, може призвести до широкомасштабних зловживань, наприклад, заробітку на різниці курсів. "Картковий туризм" є прикладом таких зловживань, що змусило Національний банк вжити більш жорстких обмежень на валютні операції за кордоном. Тому перед послабленням валютних обмежень регулятору потрібно зробити додаткові зусилля для скорочення різниці між офіційним та готівковим курсами.

У кризові періоди економічного розвитку, центральні банки провідних країн

світу застосовують практику модифікації монетарної політики, спрямовану на цілеспрямовану підтримку фінансово-кредитного посередництва банків. Це означає введення та посилення монетарних інструментів, спрямованих на надання пільгового рефінансування банківським кредитам (на прикладі моделей, як TLTRO в ЄС), співпрацю з урядом у програмах структурно-кредитної підтримки економіки, а також здійснення викупу фінансових активів та інші заходи. Одним із подібних інструментів може бути спеціальна (індикативна, цільова) емісія НБУ - фінансування пріоритетних проектів економічного розвитку. Така емісія має спрямовуватися на рефінансування кредитів, що надаються банками підприємствам та установам, проекти яких відповідають задалегідь визначеним критеріям[32].

Стабілізаційний набір інструментів монетарної політики сучасного центрального банку включає регулювання рівня позичкових процентів, впровадження програм викупу державних та приватних активів, застосування інструментів для стимулювання кредитної активності банків, а також пом'якшення вимог фінансового регулювання кредитної діяльності. Належний обіг кредиту відновить та «перезапустить» інші інструменти фінансування розвитку. Це необхідно як для нормалізації кругообігу кредитних ресурсів, так і для захисту фінансової системи від надмірної волатильності.

Ефективність грошово-кредитної політики в кризових умовах залежить від того, наскільки її заходи сприяють збільшенню грошового обігу в критично важливих секторах реальної економіки та державних фінансів, а не навпаки.

На підставі проведеного дослідження можна запропонувати такі рекомендації щодо поліпшення ефективності грошово-кредитної політики Національного банку України в умовах воєнного стану:

- Зміна фокусу монетарної політики з суто інфляційних цілей на більш комплексні.

Оскільки в умовах війни, сучасна інфляція піддається більшій зміні під впливом немонетарних факторів, традиційні заходи Національного банку України не можуть досягти бажаного ефекту в контролюванні її рівня. В цьому

контексті раціональною стратегією було б зосередитись не лише на звичних інструментах, наприклад, обліковій ставці, а й сприяння кредитуванню іншими інструментами задля поліпшення роботи інших каналів трансмісії.

- Зважене зниження облікової ставки.

Це дозволить ефективно використовувати національні накопичення і ресурси банківської системи, спонукаючи підприємства до активної комерційної діяльності і кредитування. В даний час висока вартість кредитних ресурсів для бізнесу гальмує оборот грошової маси в економіці і знижує ефективність передачі імпульсів у банківській системі.

- Розвиток фінансового посередництва задля покращення ефективності монетарної трансмісії.

В умовах структурних змін складно прямо впливати на інфляцію за допомогою звичних інструментів, і досвід розвинених країн показує, що необхідно розвивати фінансове посередництво для поліпшення передачі сигналів. Центральному банку можна вжити таких заходів, як впровадження інструментів пільгового цільового рефінансування банківських кредитів для пріоритетних проектів або введення залежності винагороди банків від рівня обов'язкового резервування коштів в Національному банку України (це зменшить непродуктивне накопичення надлишкової ліквідності) тощо.

- Подальше повернення до режиму інфляційного таргетування та переходу до більш гнучкого обмінного курсу.

На початку війни, режим фіксованого курсу відіграв важливу роль у стабілізації інфляційних та курсових очікувань, знизив інфляційний тиск. Але, як зазначається у [12], «Однак такий режим має свої переваги та недоліки, і з часом недоліки можуть переважити переваги». Так, зазначається що валютні обмеження можуть втратити свою ефективність, і очікування щодо надійності прив'язки обмінного курсу можуть змінитися, що може призвести до посилення ринкових деформацій. Також зазначається, що коригування валютної політики будуть відбуватися через формування відповідних макроекономічних передумов (інфляція, рівень міжнародних резервів, процентні ставки, параметри

фінансової стабільності). З моменту прийняття цієї стратегії, НБУ 03.05.2024 року впровадив найбільший пакет пом'якшення валютних обмежень з початку повномасштабної війни. Це покращує діяльність субканалу обмінного курсу каналу цін активів монетарного трансмісійного механізму бо, як зазначалося раніше, було встановлено більшу ефективність цього субканалу внаслідок гнучкості валютного курсу.

- Узгодженість дій Національного банку та Міністерства фінансів.

Політика держави у питанні грошово-кредитного обігу повинна бути узгодженою між усіма державними інституціями. Відтак, протилежні за своїм економічним сенсом дії нівелюють ефективність проведених заходів, що відображається на загальній макроекономічній ситуації в країні (наприклад, одночасне підвищення облікової ставки та при цьому емісійне фінансування бюджету).

- Подальше залучення міжнародної допомоги та створення привабливого інвестиційного клімату.

Адекватна участь національних державних інституцій у надходженні та розподілі міжнародної допомоги й інвестицій дозволить більш повно враховувати національні інтереси, зокрема в питаннях відбудови промислового потенціалу та стимулювання інноваційного розвитку країни. Окремим завданням стоїть поліпшення інвестиційного клімату країни передусім шляхом проведення реформ у судовій та правоохоронній системі. Прозора та справедлива судова система приваблює приватний іноземний капітал, що сприятиме поступовому переходу економіки до ринкових умов функціонування і створенню різнобічного та конкурентоспроможного приватного сектора.

- Зважена грошово-кредитна політика з пріоритетом на комплексні цілі та активізацію бізнес-процесів матиме змогу ефективніше розподіляти кошти у сфері нагальних потреб економіки, тим самим допомагаючи країні у непростий час.

Висновки до розділу 3

1. Війна диктує нові ризики та проявляє глибші проблеми, що гальмують ефективність грошово-кредитної політики у сфері забезпечення цінової стабільності. Для ефективної протидії інфляції варто розуміти її природу. Оскільки на сьогоднішній день інфляція найбільш визначається немонетарними чинниками, то підвищення Національним банком України облікової ставки не має такого значного антиінфляційного ефекту впливу, як у мирний час. До того ж негативно на інвестування та споживання в реальній економіці впливають недорозвиненість кредитного та депозитного ринків. Надмірна ліквідність банківської системи робить її безреактивною до процентної політики, звужене функціонування фінансового посередництва та недорозвиненість фондового ринку негативно позначається на діловій та інвестиційній активності, а також виконанні класичних функцій посередництва, як наслідок маємо ослаблену монетарну трансмісію. Дії Уряду та Національного банку можна вважати протилежними у деякій мірі, що заважає швидкому досягненню поставлених цілей грошово-кредитної політики.
2. У даному контексті, одним із головних напрямів для поліпшення ефективності грошово-кредитної політики є розвиток фінансового посередництва, що сприятиме монетарній трансмісії і здатності центрального банку протидіяти структурній інфляції. Розвиток фінансових ринків кредитування і державних облігацій сприятиме активному обігу грошей в економіці, що відповідає цілям як центрального банку, так і уряду. Окремо варто зазначити важливість подальшої лібералізації обмінного курсу для чуттєвого покращення макроекономічної ситуації та досягнення фінансової стабільності. Також при проведенні грошово-кредитної політики дуже важливі є узгодженість дій Національного банку та Уряду та подальше залучення міжнародної допомоги із поступовим покращенням інвестиційного

клімату шляхом реформ, направлених на покращення правових засад ведення бізнесу та захисту прав власності.

ВИСНОВКИ

На підставі проведеного дослідження зроблено такі висновки:

1. У науковій спільноті немає єдиного теоретико-методологічного підходу до визначення поняття «Монетарна політика». Узагальнюючи можна стверджувати, що монетарна політика є складовою економічною політики, що здійснює центральний банк задля досягнення стратегічних цілей держави, зокрема забезпечення цінової стабільності через вплив на пропозицію грошей, забезпечення повної зайнятості та підвищення платоспроможності населення.
2. Залежно від обраної стратегії центрального банку, розділяють чотири режими монетарної політики: монетарне таргетування, інфляційне таргетування, валютне таргетування та змішану політику. Монетарне таргетування спрямоване на контроль обсягу грошей в обігу економіки з припущенням, що швидкість обігу є або сталою, або контрольованою. При валютному таргетуванні, стабільність номінального обмінного курсу по відношенню до країни-якоря забезпечується, в основному, валютними інтервенціями та зміною процентних ставок. Але такому режиму притаманні серйозні недоліки, зокрема втрата автономії центрального банку. При інфляційному таргетуванні визначається ціль з інфляції, яка оголошується центральним банком. Облікова ставка є основним режимом при такому режимі. Змішана політика має характеристики декількох режимів одночасно. Виділяють два основні типи монетарної політики: експансивна – стимулювання кредитної емісії через спрощення доступу до нього, пожвавлення економічної активності та подолання спаду виробництва; рестрикційна – скорочування грошової маси та боротьба з інфляцією.
3. Монетарна політика впливає на об'єкт монетарної політики через монетарний трансмісійний механізм, шляхом передачі імпульсів від використаного інструментарію центрального банку по каналах та

субканалах трансмісійного механізму. Основні канали та субканали включають в себе процентний, кредитний, цін активів, обмінного курсу та ефекту багатства. В Україні перелік інструментів Національного банку України визначений Законом «Про Національний банк України», де перераховуються такі основні інструменти, як обов'язкові резерви, процентна політика, валютні інтервенції, операції з цінними паперами тощо. Кожний інструмент має свої недоліки та переваги, через що центральний банк у кризовій ситуації змушений буде їх використовувати, підстроюючись до конкретних макроекономічних умов.

4. Війна мала величезні наслідки на економіку України: зруйновані підприємства та об'єкти критичної інфраструктури, розірвані ланцюги логістики та постачання. Впродовж 2022 року інфляція, а також інфляційні очікування суб'єктів господарювання зростали, але вже у 2023 році інфляція, так само як і інфляційні очікування пішли на спад. Інфляційний тиск із початку війни посилювався зростанням виробничих та логістичних витрат, ослабленням монетарної трансмісії, високими цінами на енергоресурси. Тим часом були чинники, що гальмували інфляцію, такі як фіксований обмінний курс, адміністративні рішення, слабкий попит тощо. Серед чинників формування очікувань підприємств щодо зміни цін на їх товари та послуги найвпливовішими були ціни на енергоносії та ціни на сировину та матеріали. Офіційний обмінний курс був фіксований НБУ з початку війни, але з 03.10.2023 поступово лібералізований.
5. З 12 квітня 2022 року монетарна політика підпорядковується «Основним засадам грошово-кредитної політики на період воєнного стану», де були прописані нові умови її впровадження та змінені пріоритети. Так, головними завданнями було виділено забезпечення оборонної здатності держави, стабільне функціонування фінансової та банківської систем, а також безперебійне функціонування системи державних фінансів та об'єктів критичної інфраструктури.
6. Проведений аналіз декомпозиції дисперсій показав, що на інфляцію

значний вплив має субканал обмінного курсу монетарного трансмісійного механізму, а процентний канал не має значного впливу, як і грошова маса.

7. Війна диктує нові ризики та проявляє глибші проблеми, що гальмують ефективність грошово-кредитної політики у сфері забезпечення цінової стабільності. Для ефективної протидії інфляції варто розуміти її природу. Оскільки на сьогоднішній день інфляція найбільш визначається немонетарними чинниками, то підвищення Національним банком України облікової ставки не має такого значного антиінфляційного ефекту впливу, як у мирний час. До того ж негативно на інвестування та споживання в реальній економіці впливають недорозвиненість кредитного та депозитного ринків. Надмірна ліквідність банківської системи робить її безреактивною до процентної політики, звужене функціонування фінансового посередництва та недорозвиненість фондового ринку негативно позначається на діловій та інвестиційній активності, а також виконанні класичних функцій посередництва, як наслідок маємо ослаблену монетарну трансмісію. Дії Уряду та Національного банку можна вважати протилежними у деякій мірі, що заважає швидкому досягненню поставлених цілей грошово-кредитної політики.
8. У даному контексті, одним із головних напрямів для поліпшення ефективності грошово-кредитної політики є розвиток фінансового посередництва, що сприятиме монетарній трансмісії і здатності центрального банку протидіяти структурній інфляції. Розвиток фінансових ринків кредитування і державних облігацій сприятиме активному обігу грошей в економіці, що відповідає цілям як центрального банку, так і уряду. Окремо варто зазначити важливість подальшої лібералізації обмінного курсу для чуттєвого покращення макроекономічної ситуації та досягнення фінансової стабільності. Також при проведенні грошово-кредитної політики дуже важливі є узгодженість дій Національного банку та Уряду та подальше залучення міжнародної допомоги із поступовим покращенням інвестиційного клімату шляхом реформ, направлених на

покращення правових засад ведення бізнесу та захисту прав власності.

Список використаних джерел:

1. "Asset Markets and the Cost of Capital." James Tobin and W.C. Brainard, 1977, Economic Progress, Private Values and Public Policy
2. : Науменкова С. В., Мищенко С. В. Регулирование денежного обращения на основе использования методов и инструментов денежнокредитной политики. Київ: Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. 2013. № 6 (147). С. 66–72.
3. «Канали впливу грошово-кредитної політики Національного банку України на економіку» . // Автори: В.В. Тищенко // Дата публікації: 2017 // Журнал «Вісник Східноукраїнського національного університету імені Володимира Даля» // Номер 2, С.103-108
4. Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries, by Andrea Schaechter, Mark R. Stone, and Mark Zelmer. 2000
5. Alisdair McKay, Christian K. Wolf, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 37, No. 1 (Winter 2023), pp. 121-144 (24 pages)
6. Brian Snowdon, Howard R. Vane. 1997. Modern macroeconomics and its evolution from a monetarist perspective. Journal of Economic Studies 24:4, 191-221.
7. Credit, Money, and Aggregate Demand // Ben S. Bernanke and Alan S. Blinder // The American Economic Review Vol. 78, No. 2, Papers and Proceedings of the One-Hundredth Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1988), pp. 435-439 (5 pages)
8. Frederic S. Mishkin, "Monetary policy and Liquidity: Simulation Results"
9. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Banking_Sector_Review_2024-02.pdf?v=7
10. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2023-Q2.pdf
11. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Operdisign_mp_pr_2023-03-29.pdf

12. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_for_easing_FX_restrictions_07-07-2023.pdf?v=7
13. <https://bank.gov.ua/ua/files/hJTwdIrBPNWeMzk>
14. <https://bank.gov.ua/ua/glossary/show/155>
15. <https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerate-chart>
16. <https://bank.gov.ua/ua/markets/international-reserves-allinfo>
17. <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about/inflationtargeting>
18. <https://bank.gov.ua/ua/monetary/archive-rish>
19. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/mijnarodni-rezervi- stanovili-371-mlrd-dol-ssha-za-pidsumkami-lyutogo>
20. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/mijnarodni-rezervi-zrosli-do-438-mlrd-dol-ssha-za-pidsumkami-bereznya-onovivshi-istorichniy-rekord-nezalejnoyi-ukrayini>
21. <https://kse.ua/wp-content/uploads/2019/02/Garbuza.pdf>
22. https://mof.gov.ua/uk/news/ukraines_state_budget_financing_since_the_beginning_of_the_full-scale_war-3435
23. https://ukrstat.gov.ua/imf/arhiv/nr/nr_u.htm
24. <https://www.cnb.cz/en/faq/What-are-the-regimes-of-monetary-policy>
25. <https://www.econlib.org/library/Enc/Monetarism.html>
26. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/09/pdf/basics.pdf>
27. https://www.researchgate.net/publication/254398110_Monetary_Policy_Functions_and_Transmission_Mechanisms_An_Overview#:~:text=Monetary%20policy%20comprises%20the%20rules,monetary%20policy%20is%20price%20stability.
28. https://www.researchgate.net/publication/5169836_Monetary_Policy_From_Theory_to_Practices
29. Ilchuk P.H., Kots O.O., Daniliv I.L. INFLATION TARGETING AS A STRATEGY OF MONETARY POLICY: FOREIGN AND DOMESTIC EXPERIENCE
30. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy

- Transmission // Ben S. Bernanke and Mark Gertler / The Journal of Economic Perspectives, Vol. 9, No. 4 (Autumn, 1995), pp. 27-48 (22 pages)
31. Juha Kilponen, Kai Leitemo: "Model Uncertainty and Delegation: A Case for Friedman's "k"-Percent Money Growth Rule?" / February 2008, Journal of Money Credit and Banking 40(2-3):547-556
32. Korneev V. V., Khodzhaian A. A., Vergeluk Yu. Yu., & Koverninska Yu. V.. Monetary policy: regulatory news and change in the movement of financial flows. Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice, 2021. 4(31), C. 375– 384. <https://doi.org/10.18371/fcaptp.v4i31.190952>
33. Maria Gordeychuk, Shadow Economy: Positive and Negative Effects. Traektoriâ Nauki = Path of Science. 2019. Vol. 5. No 3
34. Milton Friedman, 1971. "[The Quantity Theory: Nominal versus Real Quantity of Money](#)," [NBER Chapters](#), in: [A Theoretical Framework for Monetary Analysis](#), pages 1-3, National Bureau of Economic Research, Inc.)
35. Norberto Montani Martins, Camila Cabral Pires-Alves, André de Melo Modenesi, Karla Vanessa Batista da Silva Leite. 2017. The transmission mechanism of monetary policy: Microeconomic aspects of macroeconomic issues. Journal of Post Keynesian Economics 40:3, 300-326
36. Stephen D. Williamson: International Economic Review, Vol. 47, No. 1 (Feb., 2006), pp. 107-128 (22 pages)
37. Thórarinn G. Pétursson (1999), "The Interest Rate Transmission Mechanism in Iceland", Central Bank of Iceland Economics Division, unpublished manuscript.).
38. Адамик Б.П. Центральний банк і грошово-кредитна політика: Підручник. 2-ге видання, доп. і переробл. К.: Кондор, 2011. 416 с
39. Базилевич В. Д., Баластрик Л.О. Макроекономіка: підручник. Київ:

Знання, 2008. 743 с

40. Горбатюк Л. А., Дибя М.І. Підвищення рівня монетизації як важливий фактор макроекономічної стабільності України. Київ: Вісник КЕФ КНЕУ ім. В. Гетьмана, 2011. № 2. С. 42–51.
41. Дадашова П.А., Системний аналіз та моделювання впливу взаємоузгодженості монетарної та фіскальної політики на макроекономічну стабільність
42. Данилишин Б. М. Центральні банки в період криз: тактика і стратегія дій. Економічна правда. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2023/02/20/697221/>
43. Детермінанти тінізації економіки та умови зменшення її масштабів [Електронний ресурс] / К.В. Ковтуненко, О.М. Подмазко // Економіка: реалії часу. Науковий журнал. – 2014. – № 6 (16). – С. 234-241. – Режим доступу до журн.: <http://economics.opu.ua/files/archive/2014/n6.html>
44. Економічні перспективи підприємництва у воєнні часи та опісля [Електронне видання] : збірник матеріалів VI Міжнародної науково-практичної конференції (м. Ірпінь, 22 травня 2023 року). – Ірпінь : Державний податковий університет, 2023. – 718 с. PDF-формат ; мережеве видання ; інституційний депозитарій. ISBN 978-966-337-694-3
45. Закон України «Про Національний банк України» (Відомості Верховної Ради України (ВВР), 1999, № 29, ст. 238) URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/679-14>
46. Козюк В. В. Центральний банк та грошово-кредитна політика. Тернопіль: Джура, 1999. 260 с
47. Марчук О.О. Тактичні цілі грошово-кредитної політики та їхня роль у реалізації проміжних і стратегічних цілей. Науковий вісник НЛТУ. 2010. Вип. 20.9. С. 198-203.
48. Монетарна політика НБУ: сучасний стан та перспективи змін: кол.

- Монографія. За ред. В. С. Стельмаха. Київ: Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. 404 с
49. Монетарна політика: теоретико-методологічні аспекти : підруч. студ. вищ. навч. закл. / С. В. Глущенко. - К. : НаУКМА, 2017. - 64 с
50. Мороз А. М. Центральний банк та грошово-кредитна політика підручник. А. М. Мороз, М. І. Савлук, М. Ф. Пуховіна. Київ: КНЕУ, 2005. 556 с
51. Поліщук В.Г., Мартовщук А.А.: «Дослідження ринку кредитних ресурсів України в умовах сучасних викликів» // Квітень 2023 року, Conference: Тенденції та перспективи розвитку економіки України в умовах сучасних викликів. Матеріали XV Всеукраїнської науково-практичної конференції. (19-20 квітня 2023 р. м. Черкаси) Ат: м. Черкаси, Україна
52. Фредерік С. Мишкін Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків Переклад з англійської. К: Основи, 1998
53. Центральний банк та грошово-кредитна політика [Текст] : підручник / А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна, М. І. Савлук [та ін.] ; за ред. А. М. Мороза, М. Ф. Пуховкіна. - К. : КНЕУ, 2005. - 560 с.
54. Циганов С.А., Стратегії та основні цілі монетарної політики в країнах Центральної та східної Європи [Текст] / С.А.Циганов // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. Праць / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми, 2006. – Вип. 17. – С.46 – 59)
55. <https://www.rba.gov.au/education/resources/explainers/pdf/what-is-monetary-policy.pdf>
56. Dovciak P., “Transmission Mechanism in Monetary Policy”, National Bank of Slovakia, 1999.
57. Babich, V.(2001), "Monetary Transmission in Latvia", Baltic Economic

Trends, 2, pp.16-27

58. Vetlov I., "Monetary Transmission Mechanism in Lithuania", January 2003

ДОДАТКИ

Додаток А

VAR Residual Serial Correlation LM Tests

Date: 06/02/24 Time: 19:28

Sample: 2007M01 2024M04

Included observations: 194

Null hypothesis: No serial correlation at lag h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	40.92028	16	0.0006	2.639633	(16, 422.2)	0.0006
2	26.52042	16	0.0471	1.681919	(16, 422.2)	0.0472
3	15.76177	16	0.4697	0.987057	(16, 422.2)	0.4698
4	33.67116	16	0.0060	2.153489	(16, 422.2)	0.0060
5	42.96182	16	0.0003	2.778031	(16, 422.2)	0.0003
6	40.84633	16	0.0006	2.634632	(16, 422.2)	0.0006
7	37.07513	16	0.0020	2.380745	(16, 422.2)	0.0021
8	25.63602	16	0.0594	1.624140	(16, 422.2)	0.0594
9	30.69411	16	0.0147	1.956206	(16, 422.2)	0.0147
10	17.01565	16	0.3846	1.067147	(16, 422.2)	0.3847
11	19.94848	16	0.2226	1.255393	(16, 422.2)	0.2227
12	28.41555	16	0.0282	1.806133	(16, 422.2)	0.0282
13	18.85789	16	0.2761	1.185243	(16, 422.2)	0.2762

Рисунок Г.1. Тест на серійну кореляцію LM

Додаток Б

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests

Date: 06/02/24 Time: 19:24

Sample: 2007M01 2024M04

Included observations: 194

Dependent variable: CPI

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(EXCHR)	75.20596	12	0.0000
D(INTR)	44.85961	12	0.0000
D(M2,2)	27.52552	12	0.0065
All	161.8746	36	0.0000

Dependent variable: D(EXCHR)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
CPI	5.369770	12	0.9445
D(INTR)	15.10786	12	0.2356
D(M2,2)	145.7770	12	0.0000
All	197.7606	36	0.0000

Dependent variable: D(INTR)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
CPI	30.74308	12	0.0022
D(EXCHR)	44.03673	12	0.0000
D(M2,2)	38.63768	12	0.0001
All	139.2255	36	0.0000

Dependent variable: D(M2,2)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
CPI	5.222699	12	0.9501
D(EXCHR)	33.07671	12	0.0009
D(INTR)	20.51256	12	0.0580
All	69.78356	36	0.0006

Рисунок Ж.1.: Тест Грейнджера на ендогенність змінних

Додаток В

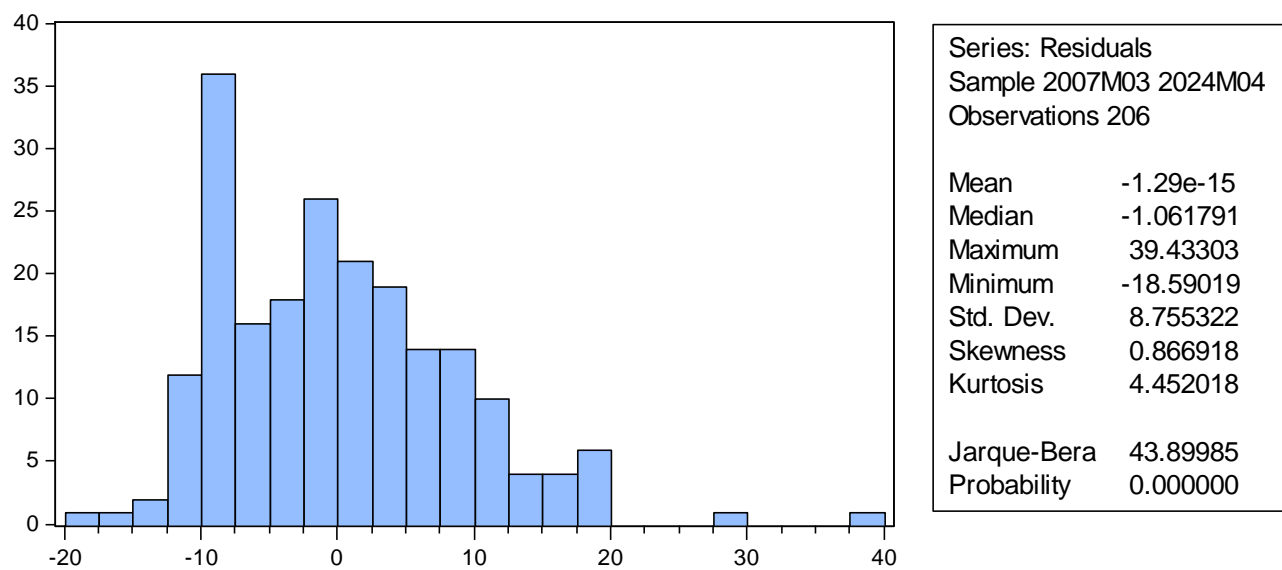


Рисунок В.1. Нормальність розподілу залишків

Додаток Г

Period	
1	-861.3086 (1809.50)
2	-1493.823 (2889.82)
3	2357.336 (3017.33)
4	-1171.798 (3020.62)
5	860.5713 (2997.26)
6	-1853.414 (2969.77)
7	-130.1385 (2945.92)
8	2371.140 (2906.89)
9	-2442.005 (2918.17)
10	4038.305 (2934.82)
11	-468.1303 (2872.27)
12	-3972.760 (2866.63)

Cholesky One S.D. (d.f.
adjusted)

Cholesky ordering: CPI
D(EXCHR) D(INTR)
D(M2,2)

Standard errors: Analytic

Рисунок Д.1. Таблиця функції імпульсу за методом організації Чолеського

Додаток Д:

Vector Autoregression Estimates
Date: 06/03/24 Time: 16:11
Sample (adjusted): 2008M03 2024M04
Included observations: 194 after adjustments
Standard errors in () & t-statistics in []

	CPI	D(EXCHR)	D(INTR)	D(M2.2)
CPI(-1)	1.581523 (0.09329) [18.9899]	0.027178 (0.05175) [0.52515]	0.266792 (0.14249) [1.87216]	-1957.285 (1523.66) [-1.28459]
CPI(-2)	-0.536531 (0.15392) [-3.48805]	-0.003061 (0.05989) [-0.03203]	-0.289653 (0.14249) [-2.03207]	3734.128 (2814.18) [1.32691]
CPI(-3)	-0.233170 (0.16042) [-1.45352]	-0.001427 (0.05989) [-0.01432]	0.055968 (0.14860) [0.37663]	-2831.289 (2934.96) [-0.96471]
CPI(-4)	0.206943 (0.15732) [1.31539]	-0.024389 (0.05776) [-0.24946]	0.060220 (0.14574) [0.41320]	1514.634 (2878.25) [0.52623]
CPI(-5)	-0.005686 (0.15431) [-0.36619]	0.040452 (0.05989) [0.67042]	-0.095985 (0.14294) [-0.67149]	458.4399 (2823.08) [0.16233]
CPI(-6)	-0.140107 (0.14847) [-0.94368]	-0.073479 (0.09226) [-0.79842]	-0.165273 (0.13754) [-1.20168]	-1460.549 (2716.27) [-0.53770]
CPI(-7)	0.215671 (0.14423) [1.49538]	0.055017 (0.09962) [0.61397]	0.333066 (0.13360) [2.49294]	464.1983 (2638.62) [0.17592]
CPI(-8)	-0.198314 (0.14648) [-1.35397]	-0.003910 (0.09102) [-0.04337]	-0.199895 (0.13568) [-1.47316]	-765.8347 (2679.86) [-0.28697]
CPI(-9)	0.212715 (0.14565) [1.46045]	-0.017913 (0.09051) [-0.19792]	-0.000535 (0.13492) [-0.00396]	2829.162 (2664.69) [1.06172]
CPI(-10)	-0.318123 (0.14161) [-2.24641]	-0.031618 (0.09800) [-0.35949]	0.074953 (0.13118) [0.57136]	-3037.418 (2590.85) [-1.17236]
CPI(-11)	0.240044 (0.13794) [1.74015]	0.105426 (0.08572) [1.22951]	0.019162 (0.12779) [0.15003]	743.1403 (2523.72) [0.29446]
CPI(-12)	-0.067930 (0.07375) [-0.92038]	-0.069714 (0.04583) [-1.52119]	-0.056351 (0.06832) [-0.82459]	316.2421 (1349.32) [0.23477]
D(EXCHR(-1))	0.873337 (0.12585) [6.93958]	0.029281 (0.07820) [0.37442]	0.522911 (0.11658) [4.48471]	1487.917 (2302.39) [0.64625]
D(EXCHR(-2))	-0.124347 (0.14426) [-0.86249]	-0.067679 (0.08965) [-0.75939]	-0.254375 (0.13364) [-1.90498]	-636.6228 (2638.27) [-0.24211]
D(EXCHR(-3))	0.239451 (0.14439) [1.66341]	0.029108 (0.08973) [0.32441]	0.014622 (0.13375) [0.10932]	893.9815 (2641.60) [0.33842]
D(EXCHR(-4))	0.104675 (0.14673) [0.71340]	-0.137568 (0.09118) [-1.50876]	0.181714 (0.13592) [1.33690]	-1037.307 (2684.42) [-0.38642]
D(EXCHR(-5))	0.089988 (0.14915) [0.61006]	0.110427 (0.09268) [1.19145]	0.415502 (0.13816) [3.00731]	-4181.699 (2728.69) [-1.53247]
D(EXCHR(-6))	0.156295 (0.15202) [1.02822]	0.063132 (0.09533) [0.66840]	-0.288650 (0.14212) [-2.06146]	-3401.031 (2667.66) [-1.22305]
D(EXCHR(-7))	-0.372798 (0.15342) [-2.42998]	-0.029690 (0.09634) [-0.31142]	-0.179781 (0.14024) [-1.26501]	-4467.597 (2806.77) [-1.58816]
D(EXCHR(-8))	0.172254 (0.15139) [1.13784]	-0.033537 (0.09407) [-0.35650]	-0.167719 (0.14024) [-1.19596]	-2039.035 (2739.64) [-0.73621]
D(EXCHR(-9))	0.159436 (0.14910) [1.06933]	0.047153 (0.09265) [0.50892]	0.034584 (0.13812) [0.25040]	7136.620 (2727.77) [2.61628]
D(EXCHR(-10))	-0.103880 (0.15340) [-0.67716]	-0.139807 (0.09533) [-1.46659]	-0.068182 (0.14211) [-0.47980]	2771.210 (2806.59) [0.98741]
D(EXCHR(-11))	0.195537 (0.14362) [1.36148]	-0.138888 (0.08925) [-1.55619]	-0.212767 (0.13304) [-1.59923]	-8928.733 (2627.66) [-3.39811]
D(EXCHR(-12))	0.067762 (0.14630) [0.46637]	0.442229 (0.09029) [4.89787]	-0.047799 (0.13460) [-0.35513]	1446.982 (2668.23) [0.54434]
D(INTR(-1))	-0.045348 (0.09081) [-0.49936]	0.105955 (0.09643) [1.07580]	0.044160 (0.09412) [0.52494]	-1220.421 (1661.41) [-0.73457]
D(INTR(-2))	-0.178410 (0.08950) [-1.99331]	-0.113570 (0.09552) [-1.20419]	-0.090223 (0.09291) [-0.96917]	-1457.933 (1637.50) [-0.89034]
D(INTR(-3))	0.370685 (0.09117) [4.06576]	0.089013 (0.09565) [0.93171]	0.161065 (0.09446) [1.70705]	1411.024 (1668.01) [0.84593]
D(INTR(-4))	-0.155495 (0.09432) [-1.64862]	-0.094774 (0.09581) [-0.98467]	-0.087344 (0.09737) [-0.89551]	-2035.519 (1725.57) [-1.17962]
D(INTR(-5))	0.069368 (0.09499) [0.73722]	0.038718 (0.08847) [0.66216]	0.005292 (0.08716) [0.06072]	-1599.078 (1721.47) [-0.92890]
D(INTR(-6))	0.137472 (0.09256) [1.44320]	-0.023799 (0.08919) [-0.40206]	-0.143901 (0.08824) [-1.63079]	4821.444 (1742.71) [2.76663]
D(INTR(-7))	-0.077345 (0.09499) [-0.81426]	0.028391 (0.08503) [0.48091]	0.036973 (0.08799) [0.42018]	1656.228 (1737.82) [0.95303]
D(INTR(-8))	-0.076970 (0.09395) [-0.81927]	-0.077250 (0.08538) [-0.90319]	-0.020126 (0.08703) [-0.23126]	-1727.676 (1718.82) [-1.00515]
D(INTR(-9))	0.027200 (0.09320) [0.29186]	0.009749 (0.08791) [0.16834]	0.156610 (0.08633) [1.81401]	2678.487 (1705.05) [1.57091]
D(INTR(-10))	-0.087316 (0.09259) [-0.94303]	0.056604 (0.05754) [0.98378]	0.089088 (0.08577) [1.03867]	-2731.205 (1693.95) [-1.61232]
D(INTR(-11))	-0.060509 (0.09293) [-0.65113]	0.039865 (0.05775) [0.69034]	0.111491 (0.08608) [1.29513]	1308.198 (1700.14) [0.76946]
D(INTR(-12))	-0.273644 (0.08451) [-3.27653]	-0.041638 (0.05252) [-0.79263]	-0.045529 (0.07829) [-0.58156]	1376.276 (1546.20) [0.89010]
D(M2(-1),2)	1.51E-05 (4.5E-06) [3.33265]	3.14E-05 (2.8E-06) [1.11766]	-8.15E-07 (4.2E-06) [-0.19471]	-1.158792 (0.08262) [-1.40253]
D(M2(-2),2)	8.70E-06 (7.4E-06) [1.18089]	2.80E-05 (4.6E-06) [6.12349]	-8.49E-06 (6.8E-06) [-1.24297]	-1.285512 (0.13483) [-0.95346]
D(M2(-3),2)	-2.83E-06 (9.9E-06) [-0.28691]	2.23E-05 (6.1E-06) [3.63432]	-6.81E-06 (8.1E-06) [-0.84077]	-1.125994 (0.18062) [-0.62395]
D(M2(-4),2)	-8.82E-06 (1.1E-05) [-0.77386]	1.81E-05 (7.1E-06) [2.55694]	-5.09E-06 (1.1E-05) [-0.45214]	-0.973912 (0.20845) [-0.47199]
D(M2(-5),2)	-1.87E-05 (1.3E-05) [-1.48948]	1.12E-05 (7.9E-06) [1.41324]	-1.83E-05 (1.2E-05) [-1.55621]	-0.645333 (0.23237) [-2.77712]
D(M2(-6),2)	-1.76E-05 (1.4E-05) [-1.30420]	2.26E-05 (8.4E-06) [2.69411]	-2.93E-05 (1.3E-05) [-2.34173]	-0.323651 (0.24751) [-1.30762]
D(M2(-7),2)	-1.04E-05 (1.4E-05) [-0.75040]	4.39E-07 (8.6E-06) [0.05089]	-6.19E-06 (1.3E-05) [-0.48061]	-0.073895 (0.25420) [-0.29034]
D(M2(-8),2)	1.87E-06 (1.4E-05) [0.13738]	4.33E-06 (8.5E-06) [0.51144]	6.38E-06 (1.3E-05) [0.50567]	0.165884 (0.24917) [0.66454]
D(M2(-9),2)	7.84E-06 (1.3E-05) [0.58177]	9.62E-06 (8.0E-06) [1.19558]	1.38E-05 (1.2E-05) [1.14724]	0.144162 (0.23693) [0.60834]
D(M2(-10),2)	6.66E-06 (1.2E-05) [0.57248]	1.34E-05 (1.2E-05) [1.85692]	1.50E-05 (1.1E-05) [1.39321]	-0.129603 (0.21277) [-0.60911]
D(M2(-11),2)	2.03E-05 (9.8E-06) [2.06698]	2.08E-05 (6.1E-06) [3.41484]	8.89E-06 (9.1E-06) [1.08914]	-0.438573 (0.17926) [-2.44659]
D(M2(-12),2)	2.29E-05 (7.0E-06) [3.17296]	2.78E-05 (4.4E-06) [6.34776]	8.93E-06 (6.5E-06) [1.36924]	0.252402 (0.12885) [1.95888]
C	0.309213 (0.19008) [1.62672]	0.072075 (0.11812) [0.61018]	-0.007324 (0.17638) [-0.04159]	2742.802 (3477.60) [0.78871]
R-squared	0.990421	0.605432	0.530864	0.811280
Adj. R-squared	0.987251	0.574817	0.376563	0.748907
Sum sq. resids	275.3408	106.3253	236.2785	9.22E+10
S.E. equation	0.520607	0.316127	0.486114	29.01083
F-statistic	312.3555	4.635222	3.418302	12.98614
Log likelihood	309.2486	299.9427	299.9427	299.9427
Akaike AIC	3.693183	2.741677	3.540185	23.32197
Schwarz SC	3.618570	3.065074	4.365572	24.14735
Mean dependent	13.07268	0.174987	0.023196	216.4733
S.D. dependent	12.20415	0.610181	1.615414	50301.83
Determinant resid covariance (dof adj.)	1.24E+09			
Determinant resid covariance	3.88E+08			
Log likelihood	-3019.375			
Akaike information criterion	33.14819			
Schwarz criterion	36.44974			
Number of coefficients	196			

Рисунок А.1.: Тест на виключення лагів

Календарний план виконання кваліфікаційної роботи бакалавра

№	Етапи роботи	Терміни виконання	Відмітка від керівника про виконання
1	Вибір теми кваліфікаційної роботи бакалавра	21.11.2023	
2	Розробка та затвердження завдання кваліфікаційної роботи бакалавра	21.11.2023	
3	Представлення обґрунтування актуальності, мети, завдання, предмету та об'єкту дослідження науковому керівникові	05.03.2024	
4	Представлення другого розділу роботи науковому керівникові	15.03.2024	
5	Представлення третього розділу роботи науковому керівникові	24.05.2024	
6	Оформлення та подання роботи у супроводженні необхідних документів	01.06.2024	
7	Подання роботи до попереднього захисту	05.06.2024	

Київський національний університет імені Тараса Шевченка

Економічний факультет

Кафедра економічної кібернетики

ЗАВДАННЯ

на кваліфікаційну роботу бакалавра

студента 4 курсу спеціальності 051 «Економіка», ОПП «Економічна
кібернетика»

Шинкарука Ігора Олександровича

(прізвище, ім'я, по батькові)

1. Тема роботи: Оцінка ефективності трансмісійного механізму України під час війни.
2. Термін завершення роботи: 02.06.2024.
3. Попередній захист роботи: 03.06.2024.
4. Об'єкт дослідження: монетарний трансмісійний механізм України під час війни.
5. Предмет дослідження: визначення ефективності трансмісійного механізму України під час воєнного стану.
6. Мета дослідження: аналіз ефективності каналів трансмісійного механізму монетарної політики України під час війни.
7. Завдання дослідження:
 - 7.1. Визначити основні види та типи режимів монетарної політики;
 - 7.2. Класифікувати канали трансмісійного механізму монетарної політики;
 - 7.3. Проаналізувати сучасний стан та особливості проведення монетарної політики воєнного часу;
 - 7.4. Оцінити ефективність використання каналів трансмісійного механізму монетарної політики під час воєнного стану;
 - 7.5. Дослідити військові ризики та проблеми української монетарної політики задля покращення макроекономічного стану держави;
 - 7.6. Сформулювати рекомендації щодо напрямів підвищення ефективності використання каналів трансмісійного механізму України.

Науковий керівник: Доктор економічних наук, Професор кафедри економічної кібернетики, Баженова Олена Володимирівна

(науковий ступінь, вчене звання, прізвище, ім'я, по батькові, підпис)

Студент: Шинкарук Ігор Олександрович

(підпис)

Затверджено на засіданні кафедри економічної кібернетики

протокол № 15 від 05.06 2024 р